



**VNIVERSIDAD  
D SALAMANCA**

CAMPUS DE EXCELENCIA INTERNACIONAL

## **TRABAJO FIN DE GRADO**

### **GRADO EN DERECHO**

**Departamento de Derecho Privado**

**Área de Derecho Mercantil**

**Curso 2014/2015**

# **UNA APROXIMACIÓN AL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE EN LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS**

**Eva Molinero Sastre**

**Dirigido por: Dr<sup>a</sup> Isabel García Martín**

**Julio 2015**



**TRABAJO FIN DE GRADO**

**GRADO EN DERECHO**

**Departamento de Derecho Privado**

**Área de Derecho Mercantil**

**UNA APROXIMACIÓN**

**AL**

**DERECHO DE SUSCRIPCIÓN**

**PREFERENTE**

**EN LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS**

**AN APPROXIMATION**

**OF**

**PREFERENTIAL**

**SUBSCRIPTION RIGHT**

**IN PUBLIC LIMITED COMPANY**

**Eva Molinero Sastre**

**Eva\_molinero01@hotmail.com**

**Dirigido por: Dr<sup>a</sup> Isabel García Martín**





## RESUMEN

El derecho de suscripción preferente es uno de los derechos esenciales atribuido a los socios por el hecho de ostentar tal condición y la piedra angular del Derecho de Sociedades. Este trabajo parte de las nociones y características básicas que se han de conocer del derecho de preferencia para adentrarse en su ámbito de aplicación y de exclusión, así como en los debates doctrinales en torno a la delimitación de éstos. Los socios podrán ejercer sus derechos de suscripción en el contexto de una emisión de obligaciones y en el de una ampliación de capital con emisión de acciones nuevas contra aportaciones dinerarias con el fin de mantener su cuota de participación en la sociedad en el plano económico y administrativo. La legislación española ha ido evolucionando hacia un sistema caracterizado por una mayor limitación al ejercicio de dicho derecho y en este sentido destaca la STJCE que obligó al legislador interno a una reforma clave en lo que al Derecho de Sociedades se refiere. La exclusión se encauza por vías diferentes atendiendo a la modalidad del aumento (exclusión *ex lege* o acordada). Se hace una especial alusión a la “exclusión acordada” y al “interés social”, como el presupuesto material más trascendente y en cuya interpretación la doctrina aparece dividida.

**PALABRAS CLAVE:** Derecho de suscripción preferente, interés social, capital social, obligaciones convertibles, accionista, exclusión.

## ABSTRACT

The right to preferential subscriptions is one of the essentials rights attributable to shareholders because of their status and the cornerstone of Company Law. This dissertation starts from the basic notions and features you have to know about preferential subscription right to delve in its scope of application and exclusions, as well as in doctrinal debates over its limits. Shareholders may exercise their subscription rights in the context of a bond issue and in a capital increase by an issue of new shares with a charge to monetary contributions in order to maintain its participation share in the company at economic and administrative level. Spanish legislation has evolved into a system characterized by a greater limitation on the exercise of that right and in this regard stresses the *STJCE* judgment which obliged the national legislator to a key reform as Company Law is concerned. The exclusion is channeled in different ways based on the type of capital increase (exclusion *ex lege* or accorded). Special mention is made to the "agreed exclusion" and "social interest" as the most important budget of fact and whose interpretation divides doctrine.

**KEYWORDS:** Preferential subscription right, social interest, capital stock, convertible debentures, shareholders, exclusion.

## ÍNDICE

|  |           |
|--|-----------|
| Abreviaturas.....  | 3         |
| <b>I. Nociones introductorias al derecho de suscripción preferente.....</b>  | <b>5</b>  |
| 1. Planteamiento.....  | 5         |
| 2. Naturaleza del derecho de suscripción preferente.....   | 6         |
| 2.1. Derecho esencial vinculado a la condición de socio.....   | 6         |
| 2.2. Características del derecho de suscripción preferente.....  | 8         |
| 3. Fundamento del derecho de suscripción preferente.....   | 10        |
| <b>II. El ámbito de aplicación y exclusión del derecho de suscripción preferente.</b>  |           |
| <b>Las polémicas doctrinales en torno a estos dos extremos.....</b>  | <b>13</b> |
| 1. El ámbito de ejercicio del derecho de suscripción preferente.....   | 13        |
| 1.1. Derecho de suscripción preferente en la emisión de obligaciones convertibles.<br>416 LSC.....   | 13        |
| 1.2. Derecho de suscripción preferente en los aumentos de capital.....   | 14        |
| 1.2.1. Introducción: Los tipos de aumentos del capital.....  | 14        |
| 1.2.2. El derecho de suscripción preferente en el aumento con emisión de<br>acciones nuevas contra aportaciones dinerarias. 304.1 LSC..... | 14        |
| 1.2.2.1. Los aumentos incompletos. El ejercicio en varias vueltas.....   | 15        |
| 1.2.2.2. El aumento de capital con prima.....  | 16        |
| 2. Las exclusiones legales o el “no nacimiento” del derecho de suscripción<br>preferente en los aumentos de capital.....                   | 17        |
| 2.1. Ampliación del capital con cargo a reservas: el derecho de asignación<br>gratuita.....  | 17        |
| 2.1.1. El problema de los aumentos mixtos.....   | 18        |
| 2.2. Ampliaciones con emisión de acciones nuevas contra aportaciones no<br>dinerarias.....   | 19        |
| 2.2.1. Compensación de créditos.....   | 22        |
| 2.3. Las exclusiones “ex lege” del artículo 304.2 LSC.....   | 23        |
| 2.3.1. Escisión por absorción y por fusión.....  | 24        |
| 2.3.2. Conversión de obligaciones convertibles.....  | 25        |
| 3. La exclusión “acordada” del derecho de suscripción preferente.....  | 27        |
| 3.1. Introducción.....   | 27        |
| 3.2. La “exclusión estatutaria” VS la “exclusión acordada”.....  | 28        |
| 3.3. Exclusión total o parcial: el principio de igualdad de trato.....   | 29        |
| 3.4. El conflicto de intereses subyacente en la “exclusión acordada”.....  | 30        |
| 3.5. Presupuestos de carácter material.....  | 31        |
| 3.5.1. La emisión a un valor razonable. El fundamento de la prima de   |           |

|  |           |
|--|-----------|
| emisión.....   | 31        |
| 3.5.2. “El interés social” : Los debates doctrinales entorno a la concreción de la cláusula del interés social.....      | 32        |
| 3.6. Presupuestos de carácter procedimental.....   | 35        |
| 3.6.1. Convocatoria de la Junta y la mayoría necesaria para la adopción del acuerdo.....                                 | 35        |
| 3.6.2. Informe de los administradores.....   | 35        |
| 3.6.3. Informe del auditor de cuentas.....   | 36        |
| <b>III. Reseña a la STJCE de 18 de diciembre de 2008.....</b>  | <b>37</b> |
| 1. La titularidad del derecho de suscripción preferente en la LSA.....   | 37        |
| 2. La exclusión del derecho de suscripción preferente en la emisión de obligaciones convertibles en la LSA.....          | 38        |
| 3. Una comparativa con el artículo 29.1 y 6 de la Segunda Directiva. Los puntos de la demanda de la Comisión.....        | 38        |
| 3.1. En relación con la titularidad del derecho de suscripción preferente.....   | 38        |
| 3.2. En relación con la exclusión del derecho de suscripción preferente sobre las obligaciones.....                      | 39        |
| 4. Las consecuencias del fallo: La reforma del 2009. Una modificación más allá de los extremos tratados en la STJCE..... | 40        |
| 5. Críticas al fallo.....  | 41        |
| 5.1. Respecto a la previsión expresa de la “exclusión acordada” en las emisiones de obligaciones convertibles.....       | 41        |
| 5.2. Respecto a la titularidad del derecho de suscripción preferente.....  | 42        |
| <b>IV. Conclusiones.....</b>   | <b>44</b> |
| Bibliografía.....  | 49        |

## ABREVIATURAS

|       |  |
|-------|--|
| LSA   | Ley de Sociedades Anónimas de 27 diciembre 1989                      |
| LSC   | Ley de Sociedades de Capital de 2 julio 2010                         |
| LMV   | Ley de Mercado de Valores de 28 julio 1988                           |
| RRM   | Reglamento del Registro Mercantil de 19 julio 1996                   |
| STS   | Sentencia del Tribunal Supremo                                       |
| STJCE | Sentencia del Tribunal de Justicia de la Comisión Europea            |
| SAP   | Sentencia de la audiencia provincial                                 |
| RDGRN | Resolución de la Dirección General de los Resgistros y del Notariado |
| TS    | Tribunal Supremo   |
| AP    | Audiencia Provincial   |
| TJCE  | Tribunal de Justicia de la Comisión Europea                          |
| DGRN  | Dirección General de Registros y del Notariado                       |
| CNMV  | Comisión Nacional del Mercado de Valores                             |
| BORME | Boletín Oficial del Registro Mercantil                               |
| RM    | Registro Mercantil   |



## **I. Nociones introductorias al derecho de suscripción preferente**

### **1. Presentación**

El derecho de suscripción preferente o derecho de preferencia (a lo largo del trabajo ambas expresiones se utilizarán indistintamente) destaca por formar parte de un núcleo de derechos de carácter económico y político, esenciales y mínimos concedidos a todo socio por el hecho de ostentar dicha condición; constituye un pilar básico del Derecho de Sociedades, en especial de las sociedades anónimas (ámbito al que está dedicado este trabajo). Pero la clave de su trascendencia viene dada por su funcionamiento; el derecho de preferencia sirve de “instrumento” para el ejercicio de los demás derechos de ese núcleo en una intensidad similar a la que se poseía antes de una ampliación de capital que decide llevar a la cabo la sociedad. En el estudio de este derecho cobra tanta importancia su esfera de ámbito de aplicación como la de su exclusión. En este trabajo se pretende exponer la evolución normativa en estos extremos y como en demasiadas etapas legislativas las fronteras de dichas esferas han aparecido difusas, dando pie a una doctrina dividida que exigía demandas dispares al legislador. La regulación del derecho de preferencia ha tratado de adaptarse a los tiempos en los que coexistía y a las exigencias de las nuevas modalidades de financiación a las que puede acudir una sociedad.

El planteamiento seguido comienza con una descripción de la naturaleza del derecho de suscripción preferente; haciendo referencia al reconocimiento en abstracto que el art. 93 LSC hace de dicho derecho a favor de los socios y al contenido y características básicas que lo definen; continúa con el fundamento o la finalidad que pretende y lo dota de sentido; para adentrarnos en el punto neurálgico que conforma este derecho y a su vez el punto de mira de las discusiones doctrinales: su campo de juego y sus exclusiones. Para ello se parte de los distintos tipos de aumentos de capital en los que el derecho puede ser ejercido o *sensu contrario*, constituyen una exclusión (y si no ha lugar al derecho de suscripción qué derecho en su lugar es el que nace). Se examinarán también las diversas modalidades que puede adoptar la exclusión y los problemas prácticos que supone la calificación de determinados aumentos a efectos de llevar la supresión por las vías de una u otra modalidad, como por ejemplo el supuesto de escisión impropia, la compensación de créditos o las aportaciones *in natura*, enfocados, en su caso, desde las distintas regulaciones normativas del Derecho de

Sociedades. Con una explicación mas detallada de la “exclusión acordada” y el conflicto de intereses subyacente se pondrá de manifiesto la relación que ésta guarda con la estructura accionarial de la sociedad. La determinación de la clausula del “interés social” (delimitada por la frontera de lo que al derecho de preferencia se refiere) siempre ha sido un terreno movedizo que ha originado fuertes debates doctrinales que hoy por hoy siguen sin ser resueltos; el deseo por delimitarla ha servido de “bisagra” para dar cabida a las distintas concepciones de “sociedad” y con ellas a las diversas tesis enfrentadas que se sostienen sobre el “interés social”. Dada la importancia de las repercusiones que este derecho tiene sobre los socios, la evolución de su regulación (destinada inevitablemente a la facilidad de su limitación) ha sido lenta (a la vista del derecho comparado) y contando siempre con cautelas. En este sentido, se atenderá también a las reivindicaciones que hacía el derecho comunitario a las que nuestro Derecho interno necesariamente se ha tenido que ir adaptando y a los “remedios” de los que ha dispuesto el legislador para tratar de paliar los efectos negativos de esta supresión (en especial, la prima de emisión). Para terminar, se reseña de forma separada una de las sentencias con más trascendencia en la regulación de este derecho: la STJCE del 8 de diciembre de 2008, haciendo una comparativa de nuestro Derecho antes y después de dicha sentencia.

## **2. Naturaleza del derecho de suscripción preferente**

### **2.1. Derecho esencial vinculado a la condición de socio**

El derecho de suscripción preferente ha sido tradicionalmente un derecho inherente a la condición de socio, es uno de sus derechos mínimos y esenciales reconocidos en el artículo 93 de la LSC y, por ello, en principio, no puede ser suprimido o restringido por los estatutos sociales. Forma parte de un grupo más amplio de derechos que se reconoce a todo socio por el hecho de serlo. Estos derechos son de contenido político: derecho a asistir a la junta general, a impugnar acuerdos sociales, el derecho al voto y el derecho de información; de naturaleza económica: el derecho a participar en las ganancias sociales, que se concreta en el derecho a obtener dividendos y el derecho a la cuota de liquidación una vez aprobado el balance; y mixtos (ambas naturalezas): el derecho de suscripción preferente y de asignación gratuita. Debemos plantearnos entonces, qué es lo que confiere dicha condición. Es la titularidad de las acciones (en el caso de una sociedad anónima) o de participaciones (en el caso de una

sociedad de responsabilidad limitada) la que otorga la condición de “socio” y consecuentemente los derechos recién mencionados.

El artículo 93 b) de la LSC dice algo más, el derecho de suscripción preferente se reconoce tanto en la emisión de nuevas acciones o participaciones como en la emisión de obligaciones convertibles en acciones. Las acciones podemos concebirlas desde tres puntos de vista diferentes: como partes alicuotas del capital social (art. 90 LSC), por lo que la suma de todos los valores nominales de todas las acciones debe resultar la cifra del capital social; como valores mobiliarios, ya que la acción es esencialmente transmisible (art. 92 LSC), también como “valores negociables” (en el sentido del artículo 2 LMV), pudiendo ser objeto de oferta pública en mercados secundarios; y finalmente, podemos concebirlas como títulos que atribuyen la condición de socio (art. 91 LSC). Por otro lado, aproximamos una definición de las obligaciones convertibles de la lectura del art. 401 LSC: “Son valores que reconocen o crean una deuda a favor de su suscriptor y a cargo de la sociedad”. Al igual que las acciones, son instrumentos financieros (“valores negociables” de acuerdo con el art. 2 LMV) que permiten una fácil transmisión del derecho de crédito a ellos incorporados.

El derecho de suscripción preferente se refiere a la posibilidad de los socios frente a terceros interesados en suscribir las acciones nuevas con ocasión de un aumento del capital social. Es decir, tienen una preferencia en cuanto a dicha suscripción por el hecho de ser socios. Es la titularidad de las acciones la que confiere la condición de socio y se deviene titular con la suscripción de las acciones. La suscripción se concibe como un negocio oneroso y sinalagmático en el que el socio se obliga a aportar a la sociedad emisora al menos el valor nominal de las acciones suscritas (en el caso de una sociedad anónima) o de las participaciones asumidas (en una sociedad de responsabilidad limitada). Por lo tanto la titularidad de las acciones no sólo atribuye un conjunto de derechos, con la suscripción también nacen obligaciones para los socios, y la principal es la del “desembolso”. Del cumplimiento de estos deberes se hace depender la validez de estos derechos, en especial del que nos interesa: el derecho de suscripción preferente. Con la suscripción los socios se comprometen a aportar, pero el momento de la aportación efectiva (el desembolso) puede ser diferente según nos encontremos en una sociedad de responsabilidad limitada<sup>1</sup> o en una sociedad anónima.

---

<sup>1</sup>De acuerdo con el artículo 78 de la LSC: “Tratándose de una sociedad de responsabilidad limitada el desembolso del valor nominal de las participaciones sociales ha de ser íntegro.”



Tratándose de esta segunda sociedad, la regla general del art. 79 LSC establece que los socios deben desembolsar, al menos, una cuarta parte el valor nominal de cada una de las acciones suscritas en el momento de otorgar la escritura de constitución de la sociedad o de ejecución del aumento del capital social, (lo mismo nos dice el art. 296.3 LSC, el cual se sitúa específicamente en el marco de una ampliación). Por supuesto los estatutos sociales han podido establecer la obligación de un desembolso superior. Como se desprende del art. 81 LSC los estatutos deben establecer la forma y plazo previsto para que los socios aporten los dividendos pasivos pendientes. Se notificará a los accionistas un mes antes de que finalice el plazo y llegado este a término sin que se hubiera cumplido con su obligación, el accionista, deviene automáticamente como accionista moroso (art 82 LSC). La consecuencia de este incumplimiento será la suspensión del derecho de suscripción preferente y también de otros dos de los derechos básicos del accionista: derecho de voto y derecho al dividendo. Cuando realice el desembolso completo (en su caso, también el interés legal y daños y perjuicios) recuperará los derechos pero sin efecto retroactivo (para el futuro).

## 2.2. Características del derecho de suscripción preferente

*Derecho de naturaleza político- económica:* El derecho de suscripción preferente tiene una naturaleza mixta porque trata de proteger por un lado, los intereses políticos del socio relacionados con el control de la sociedad y el poder de decisión y por otro lado, los intereses económicos relacionados con la participación en los beneficios. Se trata entonces de mantener tras la ampliación de capital el *statu quo* del accionista vigente antes de dicha operación.

*No es un derecho absoluto:* Se trata de un derecho en principio inderogable por ser uno de los derechos mínimos reconocidos al accionista; pero es una inderogabilidad relativa ya que puede ser excluido, como se verá por distintas vías: mediante “la exclusión acordada” (cuando el interés social así lo exija), por tratarse de una exclusión *ex lege* o automática, y también por acuerdos estatutarios. Se entenderá mejor el concepto de “inderogabilidad relativa” en el punto correspondiente a la exclusión acordada y estatutaria.

*Derecho potestativo y con fecha de caducidad para su ejercicio:* Se trata de un derecho y no de una obligación. El socio puede ejercer sus derechos de suscripción, participar en

la ampliación y no perder la proporcionalidad del valor nominal de las acciones que poseía o puede no ejercerlo y soportar “la dilución”. En todo caso es un derecho que precisa de ejercicio (a diferencia del derecho de asignación gratuita) y por lo tanto también está sujeto a un plazo para su ejercicio, y llegado a término, el derecho no ejercido caduca.<sup>2</sup> El plazo para el ejercicio en las sociedades anónimas será el que determinen los administradores, en todo caso, no podrá ser inferior a un mes desde la publicación del aumento en el BORM. (art. 305 LSC)<sup>3</sup>

*Derecho transmisible:* El derecho de suscripción preferente es un derecho conferido al socio por el hecho de serlo y del que además, podrá disponer (por ejemplo, enajenarlo a título oneroso o gratuito a un socio o a un tercero) en el mismo plazo que tiene para su ejercicio. Sin embargo, estará limitado por las acciones a las que se vincula (306.2 LSC), es decir, como sabemos las acciones son esencialmente transmisibles lo que no impide (aunque con límites) que puedan establecerse restricciones a su transmisión. En este sentido, es posible que la transmisibilidad de las acciones que se emitieran en el contexto de un aumento de capital esté sujeta a limitaciones estatutarias (siempre que recaigan sobre acciones nominativas, como establece el art. 123.1 LSC). El efecto que conllevarán estas limitaciones es “su extensión” a los derechos de suscripción preferente que se tuvieran sobre dichas acciones, de manera que si un socio transmitiera sus derechos sin la observación de estas restricciones, el adquirente no devendrá titular de tales acciones, siendo esta transmisión inoponible frente a la sociedad (sólo podrá dirigirse al transmitente).

*Gradualidad de su ejercicio:* Dado que las acciones son acumulables se ejercitará el derecho con una mayor o menor intensidad. El socio puede ser titular de varias acciones y cuanta mayor participación en el capital social, mayor intensidad en el ejercicio del derecho de suscripción preferente. El criterio de asignación de dicho derecho sobre las nuevas acciones a los antiguos socios será proporcional al valor nominal de las acciones que éstos tuvieran antes del aumento de capital y con independencia de cuál sea el tipo de las acciones que se pretenda emitir (ordinarias o privilegiadas, acciones sin voto o rescatables). Se atribuye por tanto, respecto del valor nominal de las acciones suscritas

---

<sup>2</sup>La sociedad puede admitir voluntariamente la suscripción fuera de plazo, aunque esto no es trascendente para las sociedades cotizadas.

<sup>3</sup>De acuerdo con el art. 503 de la LSC: “Tratándose de una sociedad cotizada el plazo no podrá ser inferior a quince días desde la publicación del anuncio de la oferta de suscripción en el Boletín Oficial del Registro Mercantil”.

(a diferencia por ejemplo, del derecho al dividendo, cuya distribución se realiza en proporción al capital desembolsado), respetándose en todo caso la regla de la proporcionalidad (art. 96.2 LSC). Si existieran acciones de distintas clases (acciones con distinto valor nominal) también se ha de respetar la proporcionalidad (dado que es un derecho que se ejerce en proporción al valor nominal de las acciones que se posee y no respecto del número de acciones). Así, en la emisión de acciones de una nueva clase se suele indicar el número de derechos de suscripción que corresponden a cada acción vieja y el número de derechos necesarios para suscribir una acción nueva.<sup>4</sup>

### **3. Fundamento del derecho de suscripción preferente.**

El fundamento de la atribución de este derecho a los socios viene dado por su naturaleza mixta, es decir, trae causa de la necesidad de proteger los intereses políticos y económicos del accionista. Se trata de salvaguardar su posición dentro de la sociedad frente a los efectos perjudiciales derivados del aumento de capital, tanto para el valor económico de las acciones antiguas (efecto de aguantamiento o dilución<sup>5</sup>) como para el peso relativo de éstas en la administración de la sociedad.

El valor nominal de las acciones es un valor “estático” ya que se nutre del capital social, (que es una cifra estable). Por su parte, el valor real de la acción es un valor “dinámico” porque se nutre del patrimonio que posee la sociedad en un momento dado. Ese patrimonio neto (como en términos contables se denomina a esta partida del balance) se integra por reservas y beneficios no distribuidos además del capital social. Los socios tienen legítimas expectativas sobre el valor real de sus acciones y sin el

---

<sup>4</sup>Ejemplo del funcionamiento del derecho de suscripción preferente: Imaginemos una sociedad anónima cuyo capital social es de 200 euros, dividido en 100 acciones todas de la misma clase, con un valor nominal de 2 euros. Un socio posee 10 de estas acciones, por lo que su participación en el capital social es de 20 euros;  $2\text{e} (\text{del valor nominal}) \times 10 (\text{de las acciones que posee})$ , lo que representa un 10 % de la cifra del capital social;  $200\text{e} (\text{de la cifra del capital}) / 20\text{e} (\text{de su participación en el capital})$ . La Junta General de accionistas acuerda una ampliación del capital que se llevará a cabo mediante la emisión de 100 acciones nuevas todas con el mismo valor nominal que las anteriores, es decir de 2 euros, por lo que la nueva cifra del capital social será de 400. El derecho de suscripción preferente se ejerce proporcionalmente al valor nominal de las acciones que los socios poseyeran antes de la ampliación, por lo que para mantener ese 10 % de participación en el capital social, el socio podrá suscribir 10 acciones más para tener un total de 20 acciones. Su aportación tras la ampliación será de 20 euros más, es decir de 40 euros. Estos 40 euros siguen representando el 10 % del capital social (que actualmente es de 400). Si el socio hubiera sido titular de menos acciones, los derechos de suscripción preferente se hubiesen ejercido con menor intensidad; pudiendo suscribir acciones pero un número inferior, de forma que se respetara la regla de la proporcionalidad del valor nominal de las acciones de las que sea titular.

<sup>5</sup>Por ello, en el plano patrimonial se hace una identificación del valor del derecho de suscripción preferente con el importe de la dilución que experimenta el valor, tal y como indica VAZQUEZ ALBERT, D., *La exclusión del derecho de suscripción preferente*, Civitas, Madrid, 2000, p. 46.

derecho de suscripción preferente este valor real se diluiría, ya que tras el aumento de capital y con la entrada de nuevos suscriptores se “compartirá” con esas acciones nuevas. Además las acciones de los antiguos socios ya no tendrán el mismo peso en el capital social. Algunos autores, como Vazquez Albert, hablan de la dilución del valor de la acción y por otro lado de la “dilución de los derechos que la misma atribuye”. Así, la dilución del valor de la acción (o el “aguantamiento”) se produce cuando, siendo el patrimonio de la sociedad superior a la cifra de su capital, (o una “sociedad próspera”)<sup>6</sup> el precio de emisión de las nuevas acciones es inferior al valor real de las antiguas. El patrimonio de la sociedad no aumentará en la misma proporción que el capital, por lo que el valor real de cada acción será inferior al valor real anterior a la ampliación. La dilución de los derechos incorporados a la acción tiene lugar cuando las nuevas acciones no son suscritas por los accionistas, o lo son en una proporción inferior a su cuota de participación anterior al aumento, diluyéndose así su *status*, es decir, su posición dentro de la sociedad, referida ésta al conjunto de derechos (tanto de contenido patrimonial como administrativos) que deriva de la titularidad de las acciones. En suma, en toda emisión de acciones nuevas en una sociedad anónima en cuyo patrimonio se hayan acumulado reservas y beneficios no distribuidos, se reduce la proporción en que se encuentran las acciones viejas respecto del patrimonio social y por ello aparece el derecho de suscripción preferente como un “derecho compensador”<sup>7</sup>. Para evitar los perjuicios tanto económicos como administrativos, se atribuirá a los viejos socios dicho derecho y se hará, como se ha visto en el punto anterior, de forma proporcional al valor nominal de las acciones poseídas.

Sin embargo, si analizamos en profundidad la regulación del derecho de preferencia, podemos observar que más que servir para proteger los intereses económicos de los antiguos socios (que también), trata de salvaguardar su cuota de participación tras la ampliación de capital en el plano administrativo (a salvo las acciones sin voto). Ésta afirmación se pone de relieve si tenemos en cuenta que la protección de los derechos económicos puede lograrse exigiendo una prima con la emisión de las nuevas acciones (esto es, que el precio de emisión sea el valor real de las

---

<sup>6</sup>Con la expresión “sociedad próspera” utilizada por varios autores, se pretende expresar no sólo la existencia de beneficios no distribuidos sino la capacidad o probabilidad de su generación futura. Autores como SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *El derecho de suscripción preferente del accionista*, Civitas, Madrid, 1973, p. 128.

<sup>7</sup>VIVES RUIZ, F. y LÓPEZ-JORRÍN HERNÁNDEZ, A., *El derecho de suscripción preferente y su exclusión en las sociedades cotizadas*, La Ley, Madrid, 2010, p. 19 y SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “El derecho...”, op., cit., p. 128.

antiguas acciones). Por otro lado, lo que la LSC trata de proteger plenamente con el derecho de suscripción preferente son los derechos políticos de los antiguos accionistas, lo que se pone de manifiesto con las consecuencias derivadas de la “regla inderogable de la proporcionalidad” del art. 96.2 LSC: “No podrán emitirse acciones que de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal y el derecho de voto o el derecho de preferencia”. Esto es, está prohibida la emisión de acciones que otorguen privilegios de tipo administrativo, pero no en lo que a derechos económicos se refiere, por lo que, aunque se respete “la proporcionalidad” del derecho de preferencia, la emisión de parte de las acciones con algún tipo de privilegio económico modificará la posición (en este plano) del antiguo socio. Sin embargo el peso administrativo de las antiguas acciones no se verá afectado. Por lo tanto los riesgos que supone la supresión del derecho de suscripción preferente para los socios minoritarios están relacionados con su posición administrativa.

Desde otro punto de vista, también resulta de gran utilidad atender a la estructura de la sociedad para entender la función que cumple el derecho de suscripción preferente. Así, distinguimos entre sociedades abiertas y sociedades cerradas. En las primeras, se ha producido una separación entre propiedad y control, de forma que los accionistas no tienen, por su dispersión, incentivos para controlar a los administradores. Por el contrario, en las sociedades cerradas no hay tal separación, ambas funciones son desarrolladas en mayor o menor medida, por los mismos sujetos, (que participan por tanto, en la gestión social<sup>8</sup>). Partiendo de esta distinción se considera, que en una sociedad anónima abierta no existiría realmente un peligro de pérdida de protagonismo administrativo porque éste directamente no se tiene; por lo que los intereses que los socios en este tipo de sociedad esperan proteger con sus derechos de suscripción preferente son más bien económicos. *Sensu contrario*; en las sociedades cerradas, en las que sí existía un capital concentrado, los socios tienen un especial interés en proteger sus derechos administrativos, es decir, en no perder poder de decisión en la sociedad tras una ampliación de capital.

---

<sup>8</sup>De esta distinción de sociedades atendiendo a su estructura accionarial hacen uso varios autores, entre los que destaca por su precisión, ALFARO ÁGUILA-REAL, J, *Interés social y derecho de suscripción preferente. Una aproximación económica*, Civitas, Madrid, 1995, p. 85 y 101.

## **II. El ámbito de aplicación y exclusión del derecho de suscripción preferente. Las polémicas doctrinales en torno a estos dos extremos**

### **1. El ámbito de ejercicio del derecho de suscripción preferente**

El reconocimiento de forma abstracta del derecho de suscripción preferente se recoge en el art. 93 LSC. Puede ejercerse por un lado, como establece el art. 304.1 LSC en el marco de una ampliación de capital con emisión de nuevas acciones cuyo contravalor sea en aportaciones dinerarias y por otro lado, tal y como marca el art. 416.1 LSC en el contexto de una emisión de obligaciones convertibles en acciones. Se hace tan esencial estudiar el campo de juego de este derecho como las exclusiones a las que su ejercicio está sometido.

#### **1.1. Derecho de suscripción preferente en la emisión de obligaciones convertibles**

La sociedad en búsqueda de financiación externa puede decidir la emisión de obligaciones, en cuyo caso habrá un aumento en el patrimonio de la sociedad, pero no de la cifra del capital. Los inversores se convertirán en acreedores de la sociedad, como se verá más detalladamente en el apartado de las exclusiones *ex lege* al derecho de suscripción preferente del art. 304.2 LSC. En este punto se hace importante recordar la finalidad de la atribución del derecho de suscripción preferente a favor de los socios (que es la misma tanto en el marco de una ampliación de capital como en la emisión de estas obligaciones convertibles), que es la de proteger los intereses (tanto económicos como administrativos) de los accionistas de manera que mantengan su *statu quo* dentro de la sociedad tras una ampliación de capital. En este sentido y atendiendo a la naturaleza de las obligaciones es necesario el reconocimiento a los socios de este derecho también sobre obligaciones convertibles, ya que éstas se convertirán en acciones con ocasión de una ampliación de capital destinada específicamente para dicha conversión. Si los socios deciden no ejercer sus derechos de preferencia sobre estas obligaciones no tendrán derecho a suscribir las acciones que se emitan en el futuro con el aumento de capital que tenga como finalidad el canje de estas obligaciones. Por ello si los socios quieren evitar el efecto dilutivo que les supondrá esa ampliación de capital deben ejercer sus derechos de suscripción preferente sobre las obligaciones. En lo que se refiere al contenido del ejercicio del derecho, el art. 416.2 LSC remite a lo previsto para las ampliaciones de capital. La “exclusión acordada” está regulada en el art. 417

LSC, en el se establece la posibilidad de la Junta General de acordar la supresión total o parcial del derecho cuando concurra el interés social y se llevará a cabo en los mismos términos que la supresión del derecho sobre las acciones.

## 1.2. Derecho de suscripción preferente en los aumentos de capital

### 1.2.1. Introducción: Los tipos de aumentos del capital

Podemos clasificar las distintas modalidades que adoptan los aumentos de capital atendiendo a distintos criterios (estas clasificaciones no son excluyentes entre sí, sino que pueden combinarse); en función de la forma que adopte el aumento: aumento con emisión de acciones nuevas o mediante el incremento del valor nominal de las acciones antiguas (art. 295 LSC), y atendiendo al contravalor del aumento (el como o de dónde se obtienen los fondos patrimoniales que materializan el aumento del capital): aumento con prima (Art. 298 LSC); con cargo a aportaciones dinerarias (Art. 299 LSC); con cargo a aportaciones no dinerarias (Art. 300 LSC); por compensación de créditos (Art. 301 LSC); por conversión de obligaciones (Art. 302 LSC); o con cargo a reservas (Art. 303 LSC). Partiendo de las distintas alternativas que pueden sustraerse se expondrá en qué ampliaciones puede ejercerse el derecho de suscripción preferente y en cuáles queda excluido, junto con los debates doctrinales que se han venido manteniendo en torno a estos aspectos. A modo de introducción se ha de saber que la decisión del aumento del capital social se toma por Junta General de accionistas de conformidad con los requisitos establecidos para la modificación de los estatutos sociales (Art. 296.1 LSC). Para poder adoptar el acuerdo, dependiendo de la modalidad, se exigirán unos requisitos adicionales u otros. Las razones o finalidades que se pretenden con el aumento son variadas y constituyen los “fundamentos” de las diferentes exclusiones a este derecho.

### 1.2.2. El derecho de suscripción preferente en un aumento de capital con emisión de acciones nuevas contra aportaciones dinerarias. 304.1 LSC.

Se trata de una ampliación real o efectiva, ya que su ejecución supone la entrada de nuevos fondos en la sociedad, es decir, se trata de aportaciones externas y que son además, en dinero. En el momento de la ejecución del acuerdo del aumento de capital todas las exigencias de la fase fundacional vuelven a reproducirse: a) en principio, todas

las acciones tras la ampliación de capital deben estar suscritas (Art. 79 LSC) y la suma del valor nominal de todas las acciones (viejas y nuevas) debe de ser igual a la nueva cifra del capital social y b) la obligación de aportación nace con la suscripción de las nuevas acciones (312 LSC); en ese momento deberá desembolsarse como mínimo el 25% del valor nominal de cada acción suscrita (Art.s 312 y 296.3 LSC). Uno de los dos momentos para el ejercicio del derecho de suscripción preferente lo marca el artículo 304 LSC y surge con la ampliación de capital mediante la emisión de nuevas acciones y cuando el contravalor del aumento provenga de aportaciones dinerarias. Antes de llevar a cabo este tipo de aumento, en una sociedad anónima es requisito previo (salvo para las entidades aseguradoras) desembolsar los dividendos pasivos pendientes de acciones anteriormente emitidas (sea cual sea el plazo que se hubiera previsto en los estatutos para su aportación) excepto si la cuantía pendiente de desembolso es mínima: no excede del 3% del capital social (art. 299LSC).

#### 1.2.2.1. Los aumentos incompletos. El ejercicio en varias vueltas

A los socios se les concedía un plazo en el que podían transmitir o ejercitar sus derechos de suscripción preferente. Si los socios decidieran no ejercer su derecho, o no es posible su transmisión a terceros o habiéndose excluido dicho derecho no hay suficientes terceros interesados en la suscripción de las nuevas acciones se incurría en el incumplimiento del recién mencionado art. 79 LSC (la suscripción íntegra de las nuevas acciones). A esta situación se la denomina “aumento incompleto”, cuando hay acciones nuevas que no se han suscrito en el plazo previsto para ello. En el supuesto de una sociedad anónima, la suscripción y el aumento no se considerará válido. Los posibles terceros suscriptores que sí hayan suscrito parte de las acciones no adquirirán la condición de socio y se les deberá restituir las aportaciones realizadas. Salvo que esta situación se hubiera previsto con la emisión, en cuyo caso, el capital sólo aumentará en la cuantía de las suscripciones efectuadas (Art. 311LSC)<sup>9</sup>.

Al margen de esta situación debemos hacer referencia al “ejercicio en varias vueltas”. Con esta expresión se hace referencia a la posibilidad de ofrecer las acciones sobre las que no se ha ejercido el derecho de suscripción preferente (en diferentes

---

<sup>9</sup>El régimen legal previsto no es tan estricto si se trata de una sociedad de responsabilidad limitada; en cuyo caso la solución que nos proporciona el art. 310 LSC es la ampliación de capital en la cuantía desembolsada, sin necesidad como vemos de preverlo con anterioridad como se exige a las sociedades anónimas. Únicamente quedará sin efecto el aumento si así se hubiera acordado.



vueltas) a los socios que si que lo hayan ejercido y a personas ajenas a la sociedad. La LSC no hace referencia a esta posibilidad en el caso de sociedades anónimas, aunque sí que lo hace respecto de las sociedades de responsabilidad limitada<sup>10</sup>. El silencio que guarda la LSC en lo que se refiere a las sociedades anónimas ha sido interpretado por nuestra doctrina como un reconocimiento de que el órgano de administración goza de libertad para distribuir las acciones no suscritas en ejercicio del derecho de suscripción preferente<sup>11</sup>.

#### 1.2.2.2. El aumento de capital con prima

La prima es una cantidad pecuniaria y adicional que exige la sociedad a los suscriptores de nuevas acciones además del valor nominal de éstas. Forma parte del patrimonio social, (en concreto, de unas reservas) pero no integra la cifra del capital social, ya que ésta no forma parte del valor nominal de la acción. A diferencia de la aportación del valor nominal de las acciones suscritas, en las que era posible los dividendos pasivos pendientes, el desembolso de la prima debe ser íntegro y en el momento de la suscripción, sin posibilidad de diferir la obligación en el tiempo. Existen discrepancias en torno a la compatibilidad del derecho de suscripción preferente y la exigencia de una prima. Por un lado, los que se oponen a la convivencia de ambos derechos argumentan básicamente que exigir el pago de una prima a los accionistas preexistentes por la suscripción de las nuevas acciones implicaría imponerles el pago de un precio por las reservas que ya les pertenecían. La emisión con prima sólo está justificada si se exige a nuevos accionistas con el fin de evitar la dilución económica que les supondría a los antiguos socios. Por otro, la doctrina mayoritaria opina que cuando el antiguo accionista desembolsa la prima de emisión sólo paga por las reservas que nutren a las nuevas acciones, con lo cual, posibilita que las reservas pertenecientes a las acciones antiguas permanezcan intactas. Además, el derecho de suscripción preferente puede ser un mecanismo insuficiente cuando las acciones no cotizan en Bolsa

---

<sup>10</sup> El artículo 307 LSC, prevé el ejercicio en varias vueltas para las sociedades de responsabilidad limitada, y también es la práctica habitual de las sociedades cotizadas, aunque por supuesto, con sus propias peculiaridades. De forma muy escueta y sólo para entender el concepto se ha de saber que la “primera vuelta” termina con la expiración del plazo que los socios titulares del derecho de suscripción preferente tienen para asumir o suscribir las nuevas participaciones o acciones. En una “segunda vuelta” y salvo que los estatutos (en caso de una sociedad de responsabilidad limitada) dispongan otra cosa, las participaciones o acciones no suscritas en plazo serán ofrecidas a los socios que si hubieran ejercitado su derecho y en una “tercera vuelta” los administradores podrán adjudicar las participaciones no asumidas o acciones no suscritas a personas ajenas a la sociedad.

<sup>11</sup> VIVES RUIZ, F. y LÓPEZ-JORRÍN HERNÁNDEZ, A, “El derecho..., op., cit., p.148.

porque la venta de los derechos se hace muy difícil; así, el socio que no quiera o no pueda aumentar su cuota de participación debería soportar la dilución que conllevará el aumento. La emisión con prima evitaría por lo menos, los perjuicios económicos ya que se compensarían las reservas acumuladas.

## **2. Exclusiones legales o el “no nacimiento” del derecho de preferencia en los aumentos de capital**

### **2.1. Ampliación del capital con cargo a reservas: el derecho de asignación gratuita**

Los aumentos de capital con cargo a reservas de libre disposición o beneficios distribuibles (también denominados “aumentos gratuitos”), no implican la entrada de nuevos bienes en la sociedad. Los fondos patrimoniales proceden de la propia empresa y mediante la ampliación de capital lo que hay es un traspaso de unas partidas del balance a otras (de las reservas al capital social), pero no hay un aumento del patrimonio de la sociedad. El derecho propio de los aumentos de capital con cargo a reservas es el derecho de asignación gratuita, ya que al nutrirse la ampliación del propio patrimonio de la sociedad, los titulares de las nuevas acciones o de las mismas pero con mayor valor nominal están predeterminados. El derecho de suscripción preferente no llega a nacer porque no tiene razón de ser (no hay que suscribir nada). Surge el derecho de asignación gratuita a favor de los socios anteriores a la ampliación, con independencia de la modalidad del aumento (con emisión de acciones nuevas o aumentando el valor de las antiguas) y sin posibilidad de exclusión. Además no precisa de ejercicio, a diferencia del derecho de suscripción preferente, que sí es potestativo y caduca; pero también puede ser transmitido. Dado que no precisa de ejercicio, a los socios se les reconocerá titulares *ope legis* de forma proporcional a las acciones que tenían antes del aumento, y en caso de transmisión se deberá comunicar a los administradores para su adjudicación al nuevo adquirente. Podemos deducir la similitud más importante entre los dos derechos: ambos pretenden garantizar el mantenimiento de la posición relativa del socio tras el aumento del capital y son derechos de contenido mixto, por lo que protegen los intereses tanto económicos como políticos del socio.

### 2.1.1. El problema de los aumentos mixtos

Las ampliaciones mixtas se caracterizan por tener distintas formas de contravalor. Esta expresión engloba a su vez diferentes modalidades. Por un lado, los denominados: “aumentos por tramos”, en los que parte de la ampliación consistirá en aportaciones dinerarias (primer tramo) y parte en aportaciones no dinerarias (segundo tramo). En el primer tramo, si habrá lugar al derecho de suscripción preferente y en el segundo quedará excluido *ex lege*<sup>12</sup>. Por otro lado, aquellos en los que parte de la ampliación será onerosa (con cargo a aportaciones dinerarias o no dinerarias, en todo caso, los socios o terceros deberán aportar) y parte liberada (con cargo a reservas)<sup>13</sup>. Si la naturaleza del desembolso por la parte onerosa es dineraria, los antiguos accionistas tendrán, salvo exclusión, derecho de suscripción preferente; pero ¿Qué pasará con la parte sujeta a reservas de libre disposición? La respuesta a esta cuestión ha sido y es objeto de fuertes debates doctrinales entre los defensores y detractores de su legalidad, no obstante, en la en la práctica judicial se trata de una figura legal.

Por un lado, los que abogan por su ilicitud consideran, que el problema reside en subordinar la validez o “nacimiento” del derecho de asignación gratuita por la parte de la ampliación liberada al ejercicio previo del derecho de suscripción preferente y la aportación que eso conlleva por la parte de la ampliación onerosa. Se condiciona a una aportación dineraria previa un derecho que nace *ex lege* y sin posibilidad de exclusión, de manera que puede haber socios que por no querer/no poder aportar la cantidad que les corresponda, dejan de suscribir acciones que les correspondería y de forma gratuita (por la parte liberada). Esta privación de las reservas a los accionistas es una materia donde prima el interés individual y que no puede estar sujeta a una decisión adoptada por la Junta General<sup>14</sup>. Por su parte, aquellos que defienden la legalidad de esta figura, mantienen distintos argumentos, que pueden sustraerse de numerosas resoluciones de la

---

<sup>12</sup>Con este tipo de ampliación por tramos, se permite paliar el efecto dilutivo que conlleva la exclusión del derecho en la parte no dineraria de la ampliación.

<sup>13</sup>Con más precisión esta expresión se utiliza para este tipo de aumentos (con un componente oneroso y otro gratuito). PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C, “El aumento mixto de capital (Notas en defensa de la figura)”, *Revista de Derecho Mercantil*, nº 203-204, 1992, p.10.

<sup>14</sup>Esta parte de la doctrina, no pone en duda la licitud de esta figura en sí, sino el hecho de que no se den una determinadas circunstancias, como el consentimiento unánime de todos los socios.

DGRN (como la de 4 de febrero de 2003) o de sentencias (como la del TS de 28 de mayo de 1990)<sup>15</sup>. Básicamente se considera que la legalidad de esta figura viene dada de la lectura del artículo 151 LSA, (actual art.295 LSC) de la que se deduce que caben los aumentos mixtos; de una interpretación a sensu contrario del antiguo art. 152.2 LSA (actual 296 LSC)<sup>16</sup>; y finalmente, porque los intereses de los socios se ven suficientemente protegidos con el derecho de suscripción preferente, ya que estos derechos guardan una estrecha relación y de ambos se puede disponer para una transmisión que les permita obtener una compensación<sup>17</sup>.

## 2.2. Ampliaciones con emisión de acciones nuevas contra aportaciones no dinerarias

En la antigua LSA, el artículo 158, no limitaba el ámbito de aplicación exclusivamente a los aumentos de capital cuyo contravalor consistiera en aportaciones dinerarias, por lo que se deducía que este derecho, en principio, operaría en ambos casos (con cargo a aportaciones dinerarias y no dinerarias). Fue con la reforma operada en 2009 cuando se modifica este artículo de la LSA. Con la actual LSC dicha modificación se traslada al art. 304. LSC. La nueva redacción del artículo 158 LSA (actual 304 LSC) reduce explícitamente el ámbito de aplicación del derecho de suscripción preferente a los aumentos de capital con emisión de nuevas acciones con cargo a aportaciones dinerarias. En este sentido, hay autores que consideran que si se ha limitado la existencia de dicho derecho a esta ampliación de capital no nacerá en ningún otro supuesto, es decir, ni en los aumentos de capital *in natura* en sentido estricto ni en los contemplados en el art. 304.2 LSC<sup>18</sup>, por lo que el hecho de recoger estas excepciones legales de forma expresa (ampliaciones por conversión de obligaciones en acciones o

---

<sup>15</sup>RDGRN de 4 febrero 2003 (RJ 2003\2604) y la STS de 28 mayo 1990 (RJ 1990\4091). En esta sentencia, dictada cuando aún estaba vigente la LSA de 1951 y con ella la prohibición del entonces art.94, se pone de manifiesto como la jurisprudencia a lo largo de la historia ha optado por una interpretación favorable a este tipo de aumentos. El TS consideró que en el supuesto de un aumento mixto, no era aplicable el art 94, sino el art. 88, que ofrece la posibilidad de utilizar más de uno de los procedimientos que dicho precepto señala para el aumento de capital (se refiere a la combinación de las modalidades).

<sup>16</sup>La limitación de la exigencia de unanimidad para la modificación de los estatutos que supongan los aumentos de capital con elevación del valor nominal de las acciones (cuando supongan una obligación de nueva aportación por parte de los socios) permite entender que caben aumentos de capital con emisión de nuevas acciones cuyo desembolso se haga parcialmente con cargo a reservas y sin exigir tal unanimidad. A juicio de los defensores de su legalidad, esta es la solución coherente si se tiene en cuenta que en el aumento con elevación del valor nominal no existe la posibilidad de transmisión.

<sup>17</sup>A este respecto, la parte opuesta considera que la protección que otorga el derecho de asignación gratuita es inferior a la que proporciona el derecho de preferencia, tanto por su alcance como por su contenido, además de que puede ser muy complicada la transmisión si la sociedad no cotiza en Bolsa.

<sup>18</sup>VIVES RUIZ, F. y LÓPEZ-JORRÍN HERNÁNDEZ, A, “El derecho...”, op., cit., p. 108, 109 y 152.

por absorción de otra sociedad o de parte del patrimonio escindido de otra sociedad) supone a juicio de estos autores, una regulación redundante y superflua. Dado que no se trata de aportaciones dinerarias en ningún caso, quedan previamente fuera del ámbito de aplicación del derecho en virtud del art. 304.1 LSC. Estos autores, cuando se trata de este tipo de aumentos (con emisión de acciones nuevas contra aportaciones *in natura* en sentido amplio) se refieren a la expresión: “no nacimiento del derecho” porque consideran que no cabe hablar de exclusión legal si no hay un reconocimiento legal previo de dicho derecho. Por el contrario, hay otros que no hacen tal distinción y clasifican esta “inexistencia o no nacimiento del derecho” como una exclusión legal junto con los supuestos del artículo 304.2 LSC y los supuestos de OPAs<sup>19</sup>. En todo caso, de una manera u otra, en este tipo de ampliación no cabe el ejercicio *ex lege* del derecho de suscripción preferente.

Se hace necesario hacer un breve repaso histórico sobre la polémica de la exclusión del derecho de preferencia en los aumentos con aportaciones *in natura*. Numerosos autores se han adentrado en el terreno del conflicto que supuso la calificación de esta exclusión como “exclusión legal” o “exclusión acordada” (por la Junta General cuando concurra el interés social). Más allá de un debate terminológico, lo importante y lo que nos compete son las consecuencias que se derivaban de una u otra calificación. Para ello nos remontamos a la antigua LSA de 1951, la cual no reconocía explícitamente la posibilidad de la “exclusión acordada” y se mantenía “en silencio” en lo que a las aportaciones *in natura* se refiere. Esto llevó a la doctrina a hablar de : “exclusión legal implícita”<sup>20</sup>, que integraba los casos en los que la finalidad de la ampliación de capital era del todo incompatible con el derecho de suscripción preferente, entre los que por supuesto se integraba el aumento con cargo a aportaciones *in natura*. Con la LSA de 1989, se da un gran paso y se reconoce la posibilidad de la “exclusión acordada”, pero la aportaciones no dinerarias siguen sin ser excepciones legales (solo se recogían las del actual art. 304.2 LSC) por lo que de nuevo surge el mismo interrogante sobre su calificación. De tratarse de un caso de exclusión legal

---

<sup>19</sup>Aunque este trabajo no se centra en las sociedades cotizadas es necesario referirnos brevemente a las OPAs debido al papel esencial que cumplen en la actualidad y las controversias que tradicionalmente ha generado el reconocimiento del derecho de preferencia en estos supuestos. Con la antigua LSA, la junta general debía seguir el procedimiento previsto para la “exclusión acordada” del derecho en el art.159 LSA. Dada la incompatibilidad de dicho derecho con la finalidad de la OPA (debido a la existencia de “destinatarios forzosos”), se recogió por primera vez su exclusión *ex lege* en 1991 en Real Decreto y posteriormente para dotar a la exclusión de rango legal en la LMV. Actualmente cualquier tipo de ampliación *in natura*, incluyendo el supuesto de la OPA queda excluido del ámbito de aplicación del derecho de preferencia en virtud del art. 304.1 LSC.

<sup>20</sup>VAZQUEZ ALBERT, D, “La exclusión...”, op., cit., p.. 166.

(“implícita”), la supresión del derecho operaría de manera automática, de forma que el derecho de suscripción preferente no podría ejercitarse *ex lege*; sin embargo, de no encuadrarse dentro de esta categoría, *a priori* podría ser ejercitado, por lo que su exclusión iría por la vía de la “exclusión acordada” con todas las garantías que eso supone para el socio. Si se excluyera *ex lege* deberán cumplirse únicamente los requisitos generales de los acuerdos de ampliación (acuerdo de la junta general de accionistas con los requisitos para la modificación de los estatutos sociales de los arts 194 y 201 de la LSC y las normas específicas sobre aportaciones no dinerarias de los art. 67 al 71 de la LSC).<sup>21</sup> En este contexto, en la práctica la exclusión no operaría *ope legis*, si no que debía seguir el procedimiento previsto para la exclusión acordada. Con todo, la mayoría de la doctrina española se seguía decantando por la exclusión legal como la vía adecuada para suprimir el derecho cuando se tratara de estas ampliaciones. Se apoyaba en distintos argumentos para refrendar su opinión al respecto, como que este tipo de aumento iba precedido de acuerdo con personas determinadas y respecto de bienes determinados y por lo tanto las nuevas acciones tenían “destinatarios forzosos” en el sentido de que habían de servir como contraprestación para los sujetos que realicen las aportaciones no dinerarias. A tener en cuenta también el art. 29.1 de la Segunda Directiva, (que sólo obliga al estado a reconocer el derecho de suscripción preferente en las ampliaciones de capital con cargo a aportaciones dinerarias); los Proyectos y Anteproyectos de ley que sirvieron de base a la Ley de 1989, en los que ya se incluía el aumento *in natura* como supuesto de exclusión legal; y el derecho comparado (no eran pocos los países que lo integraban en esta categoría). Fue en los trámites parlamentarios cuando no salió adelante lo establecido en los Proyectos de Ley (se mostraban muy reacios a la idea de suprimir el derecho de la minoría).

En la otra parte del debate doctrinal tenemos a algunos autores, entre ellos a Jesús Alfaro, que sí se mostraban de acuerdo con que estas ampliaciones no integraran un supuesto de exclusión legal. Argumentan que si no se siguen los cauces propios para la exclusión acordada no será necesario una justificación sobre la finalidad de la ampliación en el sentido de que ésta solo pueda obtenerse mediante la supresión del derecho de suscripción preferente (es decir, la necesidad de adquirir bienes a cambio de acciones, cuando quizá existan otros medios)<sup>22</sup>. Simplemente, no nacerá el derecho. Es cierto que toda ampliación de capital requiere de un acuerdo por la junta de accionistas

---

<sup>21</sup>VIVES RUIZ, F. y LÓPEZ-JORRÍN HERNÁNDEZ, A, “El derecho..., op., cit., p. 113.

<sup>22</sup>ALFARO ÁGUILA-REAL, J, “Interés social..., op., cit., p.128-132.

de conformidad con los requisitos para la modificación de los estatutos, (en la que es necesario atender a la finalidad de la ampliación) pero podría someterse injustificadamente la voluntad de la minoría a la de la mayoría. Algunos de los inconvenientes que alegan estos autores para rechazar tal clasificación, es que podría conseguirse que no se altere la estructura accionarial anterior al aumento si parte de la ampliación fuera en dinero y parte en bienes aportados por los socios, es decir, es posible un aumento de capital *in natura* con el ejercicio del derecho. Además el objeto de las aportaciones no dinerarias pueden recaer sobre bienes de carácter genérico, que se podrían adquirir fácilmente en el mercado, pudiendo ser aportados por los socios. O aún tratándose de bienes específicos puede haber otras vías que no sea la ampliación con la exclusión del derecho, como la adquisición de tales bienes.

### 2.2.1. Compensación de créditos

La ampliación de capital por compensación de créditos también era encuadrada por la mayoría de la doctrina en uno de los supuestos de “exclusión legal implícita”<sup>23</sup> ya que era considerada una ampliación contra aportaciones *in natura* incompatible con el derecho de preferencia. Se trata de aumentos de capital en los que los socios o terceros aportan créditos que ostentan frente a la sociedad para la suscripción de las nuevas acciones emitidas. Este tipo de ampliaciones también (aunque no con tanta implicación) fue origen de debates doctrinales. Con la reforma de 2009 era importante conocer si la naturaleza de este aumento era dineraria o no dineraria, ya que el ámbito de aplicación del derecho de suscripción preferente se limitaba al primer tipo de aportaciones. De tener naturaleza dineraria sí nacería el derecho, *sensu contrario*, si la naturaleza fuera una distinta, quedaría excluido su ejercicio. Por eso era importante saber si se trataba de una ampliación de capital dineraria y no tanto el determinar con precisión su naturaleza, ya que ante la negativa a la primera cuestión no podría ejercerse *ex lege* el derecho de suscripción preferente.

Algunos defensores de la naturaleza dineraria consideran que realmente no existe una cesión del crédito a la sociedad sino que la compensación opera como extinción de la deuda que el tercero o socio tiene contra la sociedad. Como sabemos, con la suscripción de las acciones surge la obligación de aportación y para estos autores, el socio en este tipo de aumento “desembolsa” su aportación extinguiendo el crédito que

---

<sup>23</sup>VAZQUEZ ALBERT, D, “La exclusión..., op., cit., p.171.

ostenta contra la sociedad. Por otro lado, los detractores de esta tesis, se sirven de diferentes argumentos para defender su naturaleza no dineraria: de un criterio interpretativo literal, puesto que si acudimos a la redacción del art. 151.2 LSA o al 295.2 de la LSC se dice literalmente que “el contravalor del aumento del capital podrá consistir tanto en nuevas aportaciones dinerarias o no dinerarias al patrimonio social, incluida la compensación de créditos” (o siguiendo la nueva redacción con la LSC: “incluida la aportación de créditos contra la sociedad”); observamos, en todo caso, como el legislador la integra en la categoría de ampliación no dineraria. En segundo lugar, también se alega que no hay argumentos favorables a una interpretación extensiva del concepto de “aportaciones dinerarias”. Y por último se recurre a la función que cumple la distinción entre las ampliaciones dinerarias y no dinerarias: en el primer caso se debe certificar simplemente que se ha hecho efectivo el pago (correspondiente al desembolso de las acciones), pero cuando se exigen garantías adicionales (sobre su existencia o valoración) es preferible hablar de aportaciones no dinerarias en general <sup>24</sup>.

Lo cierto es que la doctrina de la DGRN se ha venido manteniendo fiel a la defensa de la naturaleza no dineraria de las ampliaciones por compensación de créditos en sus resoluciones<sup>25</sup> y actualmente dicha opinión es la seguida en la práctica por los tribunales. No obstante, éstos han venido conservado interpretaciones diferentes hasta hace poco<sup>26</sup>.

### 2.3. Las exclusiones “ex lege” del artículo 304.2 LSC

Estas excepciones se han ido recogido tradicionalmente en las legislaciones españolas como exclusiones *ex lege* del derecho. Así, el actual art. 304.2 LSC sigue en los mismos términos la redacción del art. 159.4 de la LSA de 1989. Nunca se ha

---

<sup>24</sup>VIVES RUIZ, F. y LÓPEZ-JORRÍN HERNÁNDEZ, A, “El derecho..., op., cit., p.118.

<sup>25</sup>Como se deduce de las RDGRN de 15 julio 1992 ( RJ/ 1992/6537), de 8 octubre 1993 (RJ/ 1993/7967) y de 15 febrero 2012 (RJ 2012 / 5949). En esta última, la DGRN aprecia también que de los art.s 133, 190 y 200 del RRM, puede constatarse la asimilación de las aportaciones no dinerarias, en cuanto a requisitos para la inscripción, a la compensación de créditos, lo que encuentra su justificación precisamente en el hecho de que esa compensación de créditos es una especie dentro del género de la aportación no dineraria a la sociedad.

<sup>26</sup>Dicha afirmación se pone de relieve si consideramos una sentencia bastante reciente, la STS de 6 marzo 2012 (RJ 2012/5233). El TS establecía que “ la cesión crediticia equivale a una aportación dineraria, o, en todo caso, no se trata de una aportación no dineraria, puesto que no está sometida al régimen que la Ley de Sociedades Anónimas establece para éstas, puesto que es un crédito en dinero no necesitado de valoración técnica, y se extingue por la compensación”



albergado duda alguna sobre la clara incompatibilidad entre la finalidad que este tipo de aumentos pretende y el derecho de suscripción preferente.

### 2.3.1. Escisión por absorción y por fusión

Tanto en el supuesto de fusión como en el de la escisión por absorción (que puede ser total o parcial), la sociedad (o sociedades) absorbentes o beneficiarias de la escisión deben aumentar el capital mediante la emisión de acciones nuevas para su entrega a los socios de la sociedad absorbida o escindida. Se observa como este tipo de operaciones exige determinados “destinatarios forzosos” (los accionistas de la sociedad absorbida o escindida), no hay lugar entonces para el derecho de preferencia. En este sentido, si se aumentara el capital por una cifra superior a la necesaria para la realización de la operación, estará vigente el derecho de preferencia con respecto a las acciones que representan el exceso<sup>27</sup> (ya que no habría destinatarios forzosos), por lo que en este caso la exclusión no operaría *ex lege* y tendríamos que movernos en el cauce de la “exclusión acordada” del art. 308LSC LSC. Sin embargo, a pesar de la exclusión de dicho derecho, los intereses de los socios de la sociedad absorbente o beneficiaria de la escisión no quedarán desprotegidos dado que la relación de intercambio ha de garantizar la correspondencia entre el valor de la sociedad absorbida y las acciones que los accionistas reciben de la sociedad absorbente. El tipo de canje es importante porque indica cuál es la contraprestación que reciben los accionistas de la sociedad absorbida por el patrimonio que esta sociedad aporta<sup>28</sup> pero también porque debe evitar una dilución del valor de las acciones de los socios de la sociedad absorbente (será necesario por tanto la existencia de una prima para evitar esta dilución, salvo que el valor real fuese igual o inferior al teórico contable, algo improbable). Lo que no se podrá evitar ya que es algo que sólo puede proteger el derecho de suscripción preferente es la pérdida de peso administrativo.

Como conclusión es importante hacer referencia a una cuestión que fue debatida en el proceso de elaboración de la LSA de 1989: La duda que se suscitaba era en torno a la naturaleza de la escisión impropia (o segregación), si ésta debía considerarse un

---

<sup>27</sup>VAZQUEZ ALBERT, D, “La exclusión...”, op., cit., p. 182.

<sup>28</sup>El art. 24.1 Ley 3/2009 sobre modificaciones estructurales señala que: «Los socios de las sociedades extinguidas se integrarán en la sociedad resultante de la fusión, recibiendo un número de acciones o participaciones, o una cuota, en proporción a su respectiva participación en aquellas sociedades». Este artículo establece la regla de la proporcionalidad ordenando que las acciones nuevas se repartan en los mismos porcentajes en los que se participaba en las sociedades extinguidas.

supuesto de escisión a los efectos del art. 159. 2 LSA (actual 304.2 LSC). Dicho de otro modo, si la legislación societaria debía o no acoger un concepto amplio de “escisión” que integrara los casos de escisión impropia. El conflicto se pone de manifiesto con las idas y venidas reflejadas en el anteproyecto de 1979, de 1987 y de 1988,<sup>29</sup> y con una doctrina dividida al respecto. La escisión impropia supone que las nuevas acciones emitidas por la sociedad absorbente son suscritas por la sociedad absorbida, y no por los accionistas de la misma. En la redacción definitiva de la LSA se adoptó finalmente un concepto estricto. Si nos fijamos en los años en los que tiene lugar esta disyuntiva nos damos cuenta de la relevancia que suponía el determinar esta cuestión: si la escisión impropia era considerada dentro del concepto amplio de escisión al que se referiría el art. 159. 2 LSA la supresión del derecho de suscripción preferente operaría *ex lege*, *sensu contrario*, de considerarse fuera de la esfera de dicho concepto, tendría el tratamiento de cualquier ampliación contra aportaciones *in natura* y la exclusión iría por las vías de la “exclusión acordada” del antiguo art. 159.1 LSA. Tras la reforma del 2009, y en lo que a la supresión del derecho de suscripción se refiere, si la escisión impropia es o no considerada dentro del concepto de escisión pierde importancia, ya que se limita el ejercicio de dicho derecho a las ampliaciones de capital con aportaciones dinerarias quedando excluido por tanto, en todos los supuestos de ampliaciones con aportaciones no dinerarias, ya sean los casos del art. 304.2 LSC o no.

### 2.3.2. Por conversión de obligaciones convertibles

En primer lugar, precisar que esta exclusión recae únicamente en las obligaciones convertibles y no sobre las obligaciones simples, cuya conversión se prevé a posteriori<sup>30</sup>, por lo que para la exclusión del derecho en este tipo de ampliaciones se estará al procedimiento de la exclusión “acordada”. Las empresas recurren a un aumento de capital mediante la emisión de obligaciones convertibles para obtener financiación y a los inversores que decidan acudir se les reconocerá acreedores de la sociedad, dado que estas obligaciones y a diferencia de las acciones, forman parte del pasivo de la sociedad, siendo la parte alícuota de un empréstito. A este obligacionista, por tanto, se le conferirán únicamente derechos de carácter económico (en concreto derecho al interés pactado y al reembolso de su importe en el momento del vencimiento de la obligación). Aunque no se le confiere la condición de socio, se deben proteger sus

---

<sup>29</sup>Para una mayor extensión, *vid.* VAZQUEZ ALBERT, D, “La exclusión...”, op., cit., p. 183-186.

<sup>30</sup>VAZQUEZ ALBERT, D, “La exclusión...”, op., cit., p.176.

expectativas de serlo. Se trata por tanto de una exclusión a favor de los titulares de estas obligaciones para cumplir con sus expectativas legítimas de convertirse en accionistas (si no existiera esta exclusión difícilmente se conseguirían inversores para este tipo de financiación). Con la conversión estos acreedores sociales pasan a ser socios (siempre, claro está que no lo fueran ya, en cuyo caso serán titulares de un mayor número de acciones).

Son obligaciones convertibles en acciones aquellas que otorgan al obligacionista la facultad de optar entre dos posibles medios de pago de la obligación: a) entrega de la suma de dinero correspondiente al valor nominal de la obligación, o b) la entrega de acciones de la misma entidad emisora (conversión directa), o de otra sociedad (conversión indirecta), en la cuantía derivada de la aplicación de la relación de cambio establecida en las condiciones de emisión ( o “bases de conversión”)<sup>31</sup>. Sirviéndome de esta definición de Alonso Espinosa observamos como los titulares tienen el derecho de suscribir las acciones correspondientes si deciden acudir al segundo medio de pago. Pero la administración de la sociedad emisora tendrá la obligación (y no el derecho) de aumentar el capital social mediante la emisión de nuevas acciones destinadas a la conversión de esas obligaciones en acciones. Como se desprende del artículo 414.1 LSC es la Junta general, en el momento de la emisión, la que deberá determinar las bases y modalidades de la conversión y acordar el aumento del capital en la cuantía necesaria. Es decir, se deberá fijar el sistema que se utilizará para determinar la relación de conversión (el número de acciones que se recibirán por cada obligación) y la fecha del aumento (o aumentos) del capital social en el que el obligacionista podrá optar por ejercer su derecho y convertir sus obligaciones en acciones o no suscribirlas y mantener dichas obligaciones. Es pues, en este aumento en el que “ se inserta” dicha exclusión para permitir a estos titulares suscribir las acciones que le correspondan de acuerdo con la relación de conversión (que puede ser fija o variable, ésta última dependerá del valor de cotización de las acciones en el momento de la conversión). Esta figura está suficientemente protegida en la LSC de posibles maniobras de la sociedad en perjuicio de estos titulares (art.s 414, 418 apartados 1, 2 y 3 LSC).

---

<sup>31</sup> ALONSO ESPINOSA, F, *Régimen jurídico de la emisión de obligaciones, (Comentario a los artículos 282 a 310 de la Ley de Sociedades Anónimas y al artículo 30.ter de la Ley 24/ 1988, del Mercado de Valores)*, La Ley, Madrid, 2009, p. 180.

Por otro lado tenemos los interés de los socios, que aunque *a priori* parezcan mermados con la supresión de sus derechos, gozan de un mecanismo de protección anticipado consistente en el derecho de preferencia en la emisión de obligaciones convertibles<sup>32</sup>. (Recuérdese: derecho básico y esencial de todo socio de acuerdo con el art. 93 LSC). Veamos un ejemplo sencillo para una mejor comprensión: Una empresa se propone obtener financiación, emitiendo acciones nuevas o bien obligaciones convertibles. Los socios (propietarios de acciones, en caso de SA o participaciones en caso de SRL) tienen un derecho de suscripción preferente por el hecho de serlo (art. 93), tanto sobre las acciones como sobre las obligaciones que se pretender emitir. Imaginemos pues, que la sociedad se decanta por emitir nuevas obligaciones convertibles cuya conversión por acciones será en un plazo de 2 años y el socio opta por no ejercer sus derechos (transmitiéndolos o no), pasado el plazo, habrá un aumento de capital con ocasión del acuerdo de la Junta General mediante la emisión de acciones nuevas destinadas a la conversión de esas obligaciones convertibles. Sólo los socios que decidieron adquirir esas obligaciones hace 2 años, es decir los titulares de esas obligaciones tendrán derecho a suscribir estas acciones (de acuerdo con la relación de canje) quedando los demás excluidos de tal derecho.

### **3. La exclusión “acordada” del derecho de suscripción preferente**

#### **3.1. Introducción**

La “exclusión acordada” denominada también “exclusión voluntaria” está recogida en el art. 308 de la LSC, a diferencia de las excepciones del art. 304.2 LSC que recoge supuestos tasados en los que el derecho se excluye automáticamente. En estos casos el derecho *a priori* está reconocido, esto es, no tiene razón legal para no nacer, pero la Junta de accionistas en el contexto de ese aumento, lo excluye por concurrencia del “interés social”. Esta exclusión se reconoce expresamente por primera vez con la LSA de 1989, ya que aunque tanto la mayoría de la doctrina, el derecho comparado y los proyectos (y anteproyectos de dicha ley) se mostraban favorables a esta posibilidad, en el trámite parlamentario no salió adelante. Se hacía ya necesario la previsión de la “exclusión acordada” porque así lo exigía también el art. 29 de la Segunda Directiva,

---

<sup>32</sup>VAZQUEZ ALBERT, D, “La exclusión..., op., cit., p. 179.

ya que existe la obligación del legislador español de adaptar nuestro derecho al de la Unión Europea y ello conlleva transponer correcta y suficientemente dicha Directiva.

Existe una excepción a la posibilidad de la exclusión acordada y se trata de la supresión en las “operaciones acordeón”, en las cuales habrá que respetar en todo caso el derecho de suscripción preferente (art. 343 LSC). Este principio es inderogable incluso aunque entre en conflicto con el art. 304 LSC y se trate de una operación acordeón en la que la ampliación de capital se vaya a llevar a cabo mediante aportaciones no dinerarias (para las cuales dicho artículo excluye el ejercicio del derecho). La primacía del derecho de preferencia se pone de manifiesto en una resolución bastante reciente de la DGRN de 20 de noviembre de 2013<sup>33</sup>.

### 3.2. La “exclusión estatutaria” VS la “exclusión acordada”

Puede distinguirse otro tipo de exclusión que tradicionalmente ha sido denominada por la doctrina como “exclusión estatutaria”. Al igual que la acordada la adoptan los accionistas, pero en lugar de hacerlo en la Junta General se hace mediante cláusula estatutaria. La Segunda Directiva en su art. 29.4 prohíbe expresamente esta posibilidad: “el derecho preferente no podrá ser limitado ni suprimido por los estatutos o la escritura de constitución”. Por su parte, la LSC no hace mención al respecto, por lo que de acuerdo con el principio de interpretación conforme al derecho de la Unión Europea y también haciendo una interpretación conjunta de los arts 93. b), 96.2, 304.1, 499.2 se llega a la conclusión de que está prohibida.<sup>34</sup> Los estatutos sociales no podrán excluir el derecho en otros casos distintos de los expresamente previstos en la ley. Sin embargo, se acepta la idea de que los estatutos reconozcan el derecho, exigiendo requisitos adicionales. El reconocimiento del derecho recogido en el art. 93 LSC se hace

---

<sup>33</sup>En la RDGRN de 20 noviembre 2014 (RJ/ 2014/ 511), la DGRN soluciona el conflicto apelando al principio configurador de igualdad entre los socios y al derecho de éste a mantener su posición social. Así, consideró que “la sociedad podía haber cumplido el imperativo del art. 343 LSC y con ello los principios generales señalados, previendo un aumento de capital por tramos o mixto en el que los socios que no pudieran acudir, por la naturaleza de la aportación, a la compensación de los créditos preexistentes, pudieran, en proporción a su participación preexistente en el capital social, contribuir al procedimiento de saneamiento social y asumir mediante aportaciones dinerarias la parte correspondiente a su cuota inicial en el mismo”. Cuestión distinta sería si hubiese un acuerdo unánime en torno al no ejercicio del derecho, en cuyo caso si se podrá inscribir el aumento, pero no porque hubiese operado la exclusión, sino porque todos han decidido no ejercer sus derechos (realmente las consecuencias prácticas son las mismas); esta situación se pone de relieve con la RDGRN de 16 enero 1995, (RJ 1995/365).

<sup>34</sup>VIVES RUIZ, F. y LÓPEZ-JORRÍN HERNÁNDEZ, A, “El derecho...”, op., cit., p.153; y VAZQUEZ ALBERT, D, “La exclusión...”, op., cit., p.186.

de una forma abstracta, como uno de los derechos mínimos de los accionistas. La exclusión absoluta supone la exclusión del derecho abstracto de suscripción preferente, tratándose de una exclusión *ex ante*, mientras que la exclusión relativa es la exclusión del derecho concreto, es decir, de su ejercicio en un aumento de capital específico<sup>35</sup>. Partiendo de esta distinción podemos entender el problema de la legalidad que conlleva esta exclusión. A diferencia de la “exclusión voluntaria”, en la que se acuerda la exclusión a la luz de una operación específica porque el interés social así lo exige, la exclusión estatutaria supone una exclusión de forma abstracta (abarca diversos casos en los que no se valora que concurra el interés social de forma aislada para cada uno de ellos llegado el caso). En el primer supuesto hablamos de una derogabilidad relativa y el segundo de una derogabilidad absoluta que es lo que la Segunda Directiva prohíbe.

### 3.3. Exclusión total o parcial: El principio de igualdad de trato

Como se desprende del artículo 308 LSC el derecho de suscripción preferente puede ser excluido parcial o totalmente. Si es excluido de forma total se suprime el derecho de todos los accionistas. Si la exclusión es parcial podemos encontrarnos en tres supuestos a los que hace referencia Vázquez Albert: a) exclusión parcial subjetiva: las nuevas acciones se ofrecen únicamente a una parte de los socios; b) exclusión parcial objetiva: sólo una parte de la ampliación (algunas de las nuevas acciones) se ofrece a los socios; y c) exclusión parcial subjetiva y objetiva: solo una porción de la ampliación se ofrece a una parte de los socios, excluyendo el resto de acciones y socios. El problema que conlleva la exclusión cuando afecta únicamente a algunos socios es que implica un trato desigual entre éstos. El legislador no matiza si con la expresión: “supresión total o parcial” se refiere únicamente a algunos de los supuestos mencionados o a todos, por lo que se admite la licitud de todos. El interrogante que surge a continuación es si la exclusión que afecte sólo a algunos de los socios debe ajustarse únicamente a los requisitos de la “exclusión acordada” o existe algún presupuesto adicional que trate de proteger el principio de igualdad de trato de los socios. La atribución del derecho de preferencia a todos los accionistas (sea cual sea la naturaleza de las acciones de las que son titulares) y que lo haga en proporción a su participación en la sociedad pone de manifiesto la relación que tiene este derecho con dicho principio. Por eso nos podemos plantear si el respeto a este principio debe considerarse un presupuesto material de los que ordene la exclusión acordada. Este principio es admitido en nuestro ordenamiento

---

<sup>35</sup>VAZQUEZ ALBERT, D, “La exclusión..., op., cit., p. 147.

jurídico aunque no mediante una referencia expresa en nuestro derecho. De nuevo es la Segunda Directiva en su art. 42 la que recoge la previsión a este principio de igualdad de trato, y, ya sea por la aplicabilidad directa de la directiva o por una interpretación conforme a la normativa comunitaria este principio está presente, como decíamos, en nuestro ordenamiento. Cuestión diferente es como debemos interpretarlo, a este respecto la doctrina considera que el principio lo que hace es impedir las desigualdades arbitrarias o discrecionales, pero no las que posean una justificación objetiva y esta justificación vendrá dada cuando el interés social así lo exija<sup>36</sup>.

#### 3.4. El conflicto de intereses subyacente en la “exclusión acordada”

Para algunos autores, entre los que destaca Jesús Alfaro<sup>37</sup>, el conflicto de intereses subyacente en la exclusión acordada depende de si nos encontramos en una sociedad abierta o cerrada. En las primeras, dado que, como se ha explicado los accionistas no tienen, por su dispersión, incentivos para controlar a los administradores, el conflicto de intereses subyacente se da entre accionistas y administradores y gira en torno al control de la conducta de éstos, para impedir que propongan acuerdos para su aprobación que puedan ser contrarios al interés de la sociedad, por lo que la regla aplicable debería ser la del art. 127 LSA que es la regla referida a la conducta de los administradores se refiere (deberes de lealtad, diligencia y fidelidad). En las segundas, ya que no hay una separación entre propiedad y control y ambas funciones son desarrolladas por los mismo sujetos, el conflicto se da entre la mayoría y minoría así, a su juicio, el art. 159 LSA está pensado para este tipo de sociedad. Considera que este artículo, en lo que a las primeras sociedades se refiere también, debe aplicarse pero la interpretación del “interés social” debe realizarse teniendo en cuenta las valoraciones del art. 127 LSA, es decir verificar que la ampliación con la supresión del derecho es una propuesta que un administrador diligente y leal haría. Para otros autores, sin hacer tal distinción el problema sustancial es la necesidad de evitar una posible discrecionalidad de la mayoría en la adopción del acuerdo y que se someta la voluntad de la minoría a la de la mayoría que es la que ostenta el poder de decisión. Se ha tratado por tanto de establecer un sistema de protección de los intereses individuales de estos “socios minoritarios” que pretenden mantener su *status quo* tras la ampliación de

---

<sup>36</sup>VAZQUEZ ALBERT, D, “La exclusión...”, op., cit., p. 222 y 223.

<sup>37</sup>ALFARO ÁGUILA-REAL, J, “Supresión del derecho de suscripción en la sociedad anónima abierta”, en *Interés social...*, op., cit., p. 86-94.

capital. Estos intereses chocan con el interés de la sociedad en desarrollar una determinada política empresarial, incluyendo políticas de obtención de nuevos medios económicos. La función de la exclusión acordada es la de canalizar los supuestos en que el interés social prevalece sobre el del accionista.<sup>38</sup> Vázquez Albert considera que debemos partir de una presunción que se basa en la regla *maior pars, melior pars*, conforme a la cual el acuerdo de la mayoría expresa el interés social. Es posible, que la mayoría tome una decisión movida por intereses particulares (extrasocietarios) ajenos al interés social. En este caso cabrá acudir a la impugnación del acuerdo social por lesión del interés de la sociedad, como al deber de lealtad de la mayoría frente a la minoría. La observancia del presupuesto material del “interés social” está sujeto a dos mecanismos de control a posteriori que se materializan por un lado, con la posibilidad de impugnación de los acuerdos sociales que lesionen el interés social<sup>39</sup> y por otro, con la facultad de exigir responsabilidad a los socios mayoritarios por la vulneración del deber de lealtad que tienen frente a la minoría.

### 3.5. Presupuestos de carácter material

#### 3.5.1. La emisión a un valor razonable. El fundamento de la prima de emisión

Cuando queda excluido el derecho de suscripción preferente, la emisión de las nuevas acciones con prima se hace obligatoria con la finalidad de tutelar los intereses de los socios. A diferencia del derecho de suscripción preferente la exigencia de una prima sólo evitará los perjuicios económicos, la dilución de su participación en el plano político es inevitable. El importe necesario de la prima de emisión trae causa de la finalidad por la se emite, debe cubrir la diferencia entre el valor real de las acciones antiguas y el valor nominal de las nuevas. Como sabemos supondría un sacrificio hacia los socios la llegada de nuevos accionistas (porque las reservas se distribuirán entre un número mayor de acciones). La prima actúa como compensadora de este sacrificio económico y por ello se destina a unas reservas específicas que alimentarán el valor real de las nuevas acciones.

---

<sup>38</sup>VAZQUEZ ALBERT, D, “La exclusión..., op., cit., p. 194.

<sup>39</sup>El art. 204 LSC establece la facultad de impugnación de acuerdos que “lesionen” el interés social. Se trata de un mecanismo de control ex post porque opera tras la adopción del acuerdo, pero no quiere decir que opere después de haberse producido la lesión, basta con que se constate un cierto riesgo de lesión. Por ello, hay quienes consideran que hubiera sido más acertado utilizar el término futuro “lesionarán”; Rodríguez Ruiz de Villa, D, *Impugnación de los Acuerdos de las Juntas de Accionistas*, Aranzadi, tercera edición, Navarra, 2002, p. 87.



La exigencia de esta prima de emisión como presupuesto material para la validez de la “exclusión acordada” se recoge en el art. 308. 2.c) LSC: “Que el valor nominal de las nuevas acciones, más, en su caso, el importe de la prima, se corresponda con el valor que resulte del informe del auditor en el caso de las sociedades anónimas”. El valor al que debe hacer referencia el citado informe, (y por lo tanto el precio al que se van a emitir estas acciones) de acuerdo con el art. 308.2 a) LSC es el valor razonable de las acciones de la sociedad.<sup>40</sup> En un principio, la antigua LSA de 1989 hacía referencia en su art. 159.1c) al valor real. La doctrina se mantuvo dividida en la interpretación de este valor. Tradicionalmente se entendía éste como el resultado de dividir el total del patrimonio neto entre el número de acciones, por otra parte, la doctrina defendía que se debían tener en cuenta otros criterios, como el valor de cotización en las sociedades bursátiles, sin que los accionistas quedasen por ello desprotegidos. Sin embargo, se recogió un sistema especial para las sociedades cotizadas que modificó este panorama normativo, éstas podrían acordar la emisión de nuevas acciones a cualquier precio, siempre que sea superior al valor nominal de éstas. Actualmente y de forma más acertada ya se hace referencia al “valor razonable”.<sup>41</sup>

### 3.5.2. “El interés social”: Los debates doctrinales en torno a la concreción de esta cláusula

Hay quienes opinan que la exigencias de carácter material del art. 308.1 LSC son cláusulas irrelevantes y superfluas. Por un lado la referencia expresa al interés social, dado que tiene que concurrir en todo acuerdo de la Junta, no causa más que dudas de si el legislador al introducirla a querido dotar a la exclusión acordada de algún tipo de control material<sup>42</sup> y por otro, porque de no existir la previsión legal sobre el precio de emisión, la fijación de un precio excesivamente alto o bajo, podría constituir un acto lesivo del interés social, si viniera motivada por un interés extrasocietario de los socios

---

<sup>40</sup>En las sociedades cotizadas las previsiones normativas se mantienen más flexibles, se permite la emisión a un precio distinto del valor razonable, siempre que sea superior al valor neto patrimonial de las acciones antiguas antes de la emisión; como se deduce del art 505 LSC.

<sup>41</sup>La Directiva 2001 / 1965 (art. 42 ter) lo define como: “el valor de mercado para los instrumentos financieros para los que pueda determinarse fácilmente un mercado fiable” o como “el valor obtenido mediante la aplicación de modelos y técnicas de valoración generalmente aceptados en el caso de aquellos instrumentos para los que no pueda determinarse un mercado fiable”.

<sup>42</sup>Los presupuestos específicos son adicionales a los exigibles para toda modificación de estatutos, es decir, deben observarse específicamente en la exclusión acordada.

mayoritarios en perjuicio de los minoritarios y dicha lesión nos llevaría a la invalidez del acuerdo.<sup>43</sup>

El interés social es un concepto jurídico indeterminado, abierto y a priori abstracto, que además funciona de válvula por la que penetran las distintas corrientes ideológicas sobre la estructura técnica de la sociedad anónima.<sup>44</sup> Es una cláusula casuística, que debe de ser interpretada en atención al caso concreto en el que nos situemos. Es decir, a luz de las circunstancias y finalidades concretas de la operación del aumento de capital, además se ha de tener en cuenta el tipo de sociedad anónima de que se trate o su estructura accionarial (con capital disperso o concentrado).<sup>45</sup> Debemos no obstante, aproximarnos al concepto de “interés social” ya que constituye uno de los presupuestos materiales para la “exclusión acordada”. El problema de la determinación de la cláusula del interés social es uno de los conflictos doctrinales que ha estado presente a lo largo de los años y que hoy por hoy sigue sin ser resuelto. El punto de partida de este debate ideológico nos remite a las distintas concepciones de “sociedad” que tienen las doctrinas enfrentadas.

Podemos distinguir dos corrientes: la teoría contractualista y la teoría institucionalista. Los defensores de la teoría institucionalista conciben el interés social como un interés superior al de los accionistas. Identifican a la sociedad como un ente propio con sus propios intereses que concilia los intereses de los sujetos que participan en la empresa. Es decir viene representado por el interés propio de la colectividad, integrando los intereses de los socios pero también los de otros sujetos que se relacionan con la sociedad como los acreedores, proveedores, clientes, trabajadores, consumidores, inversores o el estado.<sup>46</sup> Los defensores de esta teoría identifican el interés social superior con la persecución de la continuidad de la sociedad a toda costa. Esta corriente surge con la crisis del liberalismo y el aumento de la intervención estatal en la economía lo que provoca que las sociedades abiertas se conviertan en un marco en el que confluyen más intereses además de los de los accionistas<sup>47</sup>. Esto es lo que algunos autores denominan la “publicitación de intereses”. Se empieza así a concebir a la

---

<sup>43</sup>VAZQUEZ ALBERT, D, “La exclusión..., op., cit., p. 212.

<sup>44</sup>SÁNCHEZ ANDRÉS, A, “El derecho..., op., cit., p.338.

<sup>45</sup>VIVES RUIZ, F. y LÓPEZ-JORRÍN HERNÁNDEZ, A, “El derecho..., op., cit., p. 166.

<sup>46</sup>La STS de 19 febrero 1991 (RJ/1991/1512) y S.A.P. de Toledo de 14 enero 2013 (nº5/2013) establecen: “que la teoría institucionalista, considera a la sociedad anónima como una “institución- corporación”, en la que el interés social que allí se persigue es distinto del de sus socios, viniendo a coincidir con los intereses de los componentes de la empresa (accionistas, administradores, acreedores, trabajadores... )”.

<sup>47</sup>VAZQUEZ ALBERT, D, “La exclusión..., op., cit., p.201.

sociedad anónima como una institución económica que realiza un servicio social y como consecuencia el “interés social” pasa de corresponder con los intereses de los accionistas (considerados seres egoístas) para convertirse en un interés superior que tiene en cuenta también el interés propio de la colectividad. Por su lado, los defensores de teorías contractualistas consideran que interés social debe identificarse exclusivamente con el interés común de los accionistas. En este sentido podemos plantearnos cómo identificar ese “interés común”. Una buena parte de la doctrina considera que el interés común que tienen los socios es el ánimo de lucro (la búsqueda individual del mayor beneficio posible teniendo en cuenta que éste no se limita a la maximización del valor de las acciones en el corto plazo), mientras que otra parte defiende un concepto más amplio, mas allá del simple ánimo de lucro. La doctrina predominante considera que este fin común estaría constituido por la maximización del valor y de las ganancias conjuntas en beneficio de sus accionistas<sup>48</sup>. Esta es la tesis seguida por nuestros tribunales. La doctrina defensora de esta teoría considera que los intereses de los demás individuos que se relacionan con la sociedad (acreedores, consumidores, proveedores...) quedan en la actualidad suficientemente protegidos. Es decir, es evidente que estos intereses necesariamente han de estar protegidos, pero las vías por las que ha de llevarse tal protección no son las del derecho de sociedades sino que debe operar desde otras ramas del ordenamiento como el derecho contractual, el derecho laboral, el derecho de los consumidores, el derecho de mercado de valores, el derecho constitucional o el administrativo.<sup>49</sup> Dado que el único bien jurídico que puede ser lesionado por la exclusión es el interés de los socios en mantener su participación en la sociedad, el concepto de interés social debe vincularse a la teoría contractualista. Por lo tanto, la legitimidad de la exclusión vendrá dada por ser la vía de maximización del valor de las acciones de la sociedad, y como consecuencia, el beneficio de todos los accionistas.<sup>50</sup>

---

<sup>48</sup>La STS de 19 febrero 1991 (RJ/1991/1512) establece que: “la teoría contractualista es la consagrada en nuestra legislación, según la cual el interés social no es otro que la suma de los intereses particulares de sus socios, de forma que cualquier daño producido en el intereses común del reparto de beneficios, o en cualquier otra ventaja comunitaria, supone una lesión al interés social”. Lo que corroboran la S. A. P de Madrid de 27 enero 2012 (nº27/2012) y la S. A. P de Toledo de 14 enero 2013 (nº5/2013). Esta última sentencia también añade que “a esta clasificación cabe añadir otras -monistas, dualistas; pluralistas, finalistas, posibilidad de discriminar en función del acto o acuerdo, etc.”

<sup>49</sup>ALFARO ÁGUILA-REAL, J, “Interés social...”, op., cit., p.67.

<sup>50</sup>VIVES RUIZ, F. y LÓPEZ-JORRÍN HERNÁNDEZ, A, “El derecho...”, op., cit., p. 166 y 167.

### 3.6. Presupuestos de carácter procedimental

#### 3.6.1. Convocatoria de la Junta y la mayoría necesaria para la adopción del acuerdo

El artículo 308. 2. b) LSC establece que en la convocatoria de la junta se ha debido de hacer constar la propuesta de supresión del derecho de preferencia y el tipo de emisión de las nuevas acciones. Se pretende que los accionistas estén debidamente informados de la pretensión de la supresión del derecho para que puedan defender lo que convengan en atención a sus intereses. Adicionalmente hay que tener en cuenta los requisitos de quórum de constitución y mayoría reforzados establecidos en los art.s 194 y 201 LSC para la válida aprobación del acuerdo de exclusión del derecho de preferencia. De acuerdo con el artículo 194 LSC, para que la junta general de accionistas pueda acordar válidamente la supresión o la limitación del derecho de adquisición preferente de nuevas acciones, será necesario en primera convocatoria la concurrencia de accionistas presentes o representados que posean al menos el 50 % del capital suscrito con derecho de voto y en la segunda convocatoria será suficiente la concurrencia del 25 % de dicho capital. Pero si concurren accionistas que representan menos del 50 %, de acuerdo con el art. 201.2 LSC, para que el acuerdo se adopte será necesario el voto favorable de los 2/ 3 del capital presente o representado en la junta (los estatutos sociales podrán elevar estos quórum y mayorías).

#### 3.6.2. Informe de los administradores

Se trata de un presupuesto de carácter procedimental que sí es específico para la exclusión, por ello Vázquez Albert opina que la protección adicional de la que se dota a los socios no es de carácter material, sino procedimental. De acuerdo con el art. 308.2 a) en primer lugar los administradores deben de realizar un informe en el que por un lado, se especifique el valor de las acciones de la sociedad y por otro, se justifique detalladamente la propuesta y la contraprestación a satisfacer por las nuevas acciones, con indicación de las personas a las que hayan de atribuirse. Se deberá entregar a los accionistas con la convocatoria de la junta. Este informe cumple una doble finalidad. Por un lado, una finalidad de información, para que puedan conocer los términos en los que se plantea la propuesta del acuerdo de exclusión y por otro una función de control, ya que el informe lo que hace es constatar el cumplimiento de los requisitos materiales para la validez del acuerdo (su adecuación al interés social y al tipo de emisión

exigible). La supresión del derecho debe ser una medida adecuada, para alcanzar el fin pretendido; necesaria, es decir, que sea imposible proteger a la vez a los antiguos socios en su interés de conservar su cuota de participación y el interés perseguido con la operación; y una medida proporcional, en el sentido de que la exclusión solo estará justificada cuando el sacrificio impuesto a los accionistas venga compensado por el beneficio para la sociedad de dicha operación y no existieran formas alternativas menos perjudiciales<sup>51</sup>. En segundo lugar, se deberá justificar también la contraprestación a satisfacer por las nuevas acciones, es decir, el precio de éstas. Esta información es imprescindible para que los accionistas puedan calcular el efecto de dilutivo. Por último, el informe debe referirse a las personas a las que las nuevas acciones van a atribuirse. Se controla así la posible discrecionalidad que en este sentido puedan incurrir los administradores<sup>52</sup>.

### 3.6.3. Informe del auditor de cuentas.

El art. 308.2 a) establece que un auditor de cuentas que será distinto del auditor de cuentas de la sociedad, (nombrado por el Registro Mercantil) elaborará otro informe bajo su responsabilidad, en el que se referirá en primer lugar al “valor razonable” de las acciones de la sociedad, en segundo lugar al valor teórico del derecho de preferencia cuyo ejercicio se propone suprimir o limitar y por último se pronunciará sobre la razonabilidad de los datos contenidos en el informe de los administradores.

Hasta el año 2002 el auditor que elaboraba este informe era el auditor de cuentas de la sociedad<sup>53</sup>. Aunque es un auditor de cuentas el que debe elaborar el citado informe lo hará en calidad de experto independiente y no como auditor de cuentas. El informe del auditor de cuentas se limitará a confirmar o rechazar el precio que propongan los administradores en función de si consideran que se identifica o no con el valor razonable de las acciones de la sociedad.

---

<sup>51</sup> ALFARO ÁGUILA-REAL, J, “Interés social...”, op., cit., p. 105 y 106.

<sup>52</sup> VIVES RUIZ, F. y LÓPEZ-JORRÍN HERNÁNDEZ, A, “El derecho...”, op., cit., p. 195.

<sup>53</sup> Fue con la reforma operada por la Disposición Novena de la Ley 44 / 2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero, con la que se cambió esta situación y desde entonces debe ser emitido por un auditor distinto como establece el art. 308. 2 a) LSC. La doctrina considera que este cambio se debe a la búsqueda de una mayor objetividad e independencia; aunque se supone que la “independencia” es uno de los principios de actuación sobre los que debe moverse esta figura; como así se deduce de la lectura del art. 8.1 de la Ley 12 / 2012, de 30 de junio.

### **III. Reseña a la STJCE de 18 de Diciembre de 2008**

Esta sentencia trae causa de una demanda que interpuso la Comisión Europea contra el Reino de España, el 4 de agosto de 2006 (asunto C- 338 / 06) por considerar que nuestro derecho interno estaba vulnerando la Directiva 77 / 91 / CE, del Consejo, de 13 de noviembre de 1976 (“segunda directiva en materia de sociedades”). La directiva ha de estar correcta y suficientemente traspuesta en los estados miembros. En este sentido la Comisión consideraba que España había transpuesto incorrectamente el artículo 29 de la Segunda Directiva; sobre la titularidad del derecho de preferencia y su exclusión. En primer lugar vamos a ver que es lo que nuestro Derecho regulaba al respecto y posteriormente haremos una comparación con lo que la Segunda Directiva exigía a los estados miembros.

#### **1. La titularidad del derecho de suscripción preferente en LSA**

El derecho de suscripción preferente siempre ha sido uno de los derechos mínimos reconocidos a los socios por el hecho de serlo, pero también había sido tradicional en España reconocer a los titulares de obligaciones convertibles en acciones una amplia protección que se asemejaba a la de los socios. Así, a los titulares de este tipo de obligaciones se les reconocía el derecho de suscripción preferente, que podrían ejercer en las mismas condiciones que los accionistas. Por un lado, el artículo 158.1 de la derogada LSA recogía el ejercicio del derecho en los aumentos de capital con emisión de acciones nuevas, que sería proporcional al nominal de las acciones que les correspondería a estos obligacionistas si en el momento de la ampliación se hubiese efectuado el correspondiente canje. Por otro lado, el artículo 293.2 de la misma ley, reconocía el ejercicio de los derechos preferentes de estos obligacionistas en la suscripción de nuevas obligaciones convertibles (en la proporción que les correspondiese según las bases de la conversión). El reconocimiento del derecho a favor de estos sujetos funcionaba como una fórmula que equiparaba la protección de los intereses en juego (de los accionistas y de los inversores en obligaciones convertibles) considerando que era adecuada para proteger a estos titulares frente al riesgo de dilución indirecto que supone que las acciones que tengan derecho a recibir en la conversión

representen una cuota inferior en el capital social que la prevista cuando se emitieron esas obligaciones<sup>54</sup>.

## **2. La exclusión del derecho de suscripción preferente en la emisión de obligaciones convertibles en la LSA**

La antigua LSA no reconocía expresamente la posibilidad de exclusión del derecho de preferencia cuando se tratara de una emisión de obligaciones convertibles. El artículo 293.3 de la LSA literalmente establecía: “Al derecho de suscripción preferente de obligaciones convertibles resultará de aplicación lo dispuesto en el artículo 158 de esta Ley”. Nos remitía exclusivamente al artículo en el que se reconoce el derecho de preferencia de acciones, (158 LSA) pero no hacía referencia al art. 159.1 de la LSA en el que se reconocía la exclusión acordada de este derecho. Como consecuencia: ¿debemos entender que el único derecho de suscripción preferente que puede excluirse, cuando el interés de la sociedad así lo exija, es respecto de las acciones y no de las obligaciones convertibles? En este punto nos centramos más adelante con las críticas al fallo.

## **3. Una comparativa con el artículo 29.1 y 6 de la Directiva. Los puntos de la demanda de la Comisión**

### **3.1. En relación con la titularidad del derecho de suscripción preferente**

El artículo 29.1 de la Segunda Directiva establece que: “En todo aumento del capital suscrito por aportaciones dinerarias, las acciones deberán ofrecerse con preferencia a los accionistas en proporción a la parte del capital representado por sus acciones”. Por otro lado en su apartado 6: “Se aplicarán los apartados 1 al 5 en la emisión de todos los títulos convertibles en acciones o que se acompañen de un derecho de suscripción de acciones, pero no a la conversión de los títulos y al ejercicio del derecho de suscripción”. La Directiva nos está reconociendo la prioridad de los accionistas frente a los obligacionistas, de manera que insta a suprimir la equiparación entre estos. Por ello, la Comisión entendía que reconocer *ex lege* este derecho (tanto sobre nuevas acciones como de nuevas obligaciones) a favor de los titulares de obligaciones convertibles no era compatible con las exigencias de la Directiva. La parte

---

<sup>54</sup>VIVES RUIZ, F. y LÓPEZ-JORRÍN HERNÁNDEZ, A, “El derecho..., op., cit., p. 136.

de la doctrina que se muestra favorable con esta posición consideraba que los titulares de obligaciones convertibles ya gozaban de suficiente protección. En el art. 294.2 LSA (actual 418.2 LSC ) se establecían previsiones de antidilución: si durante el período en el que la conversión sea posible se produce un aumento de capital con cargo a reservas, deberá modificarse la relación de cambio de las obligaciones por acciones, en proporción a la cuantía del aumento, de forma que afecte de igual manera a los accionistas y a los obligacionistas. Se evita así la dilución de la participación futura que los obligacionistas pueden ostentar en la sociedad<sup>55</sup>.

### 3.2. En relación con la exclusión del derecho de suscripción preferente sobre las obligaciones

El artículo 29.4 de la Segunda Directiva prevé expresamente que el derecho de suscripción preferente pueda ser excluido por decisión de la junta general, tanto cuando pueda ser ejercido en el contexto de un aumento de capital, como en el de una emisión de nuevas obligaciones. Por su parte, el artículo 293.3 LSA sobre el derecho de suscripción preferente de obligaciones convertibles nos remitía al artículo 158 LSA sobre el ejercicio del derecho en las ampliaciones de capital. La circunstancia de que la remisión contenida en dicho precepto sólo mencione este artículo y guarde silencio sobre el artículo 159 LSA (que es precisamente el que regula la exclusión del derecho y las condiciones bajo las que puede ser acordada) ha generado mucha controversia. La Comisión, al amparo de este art. 29.4 de la Segunda Directiva demandaba a España el reconocimiento legal expreso de la posibilidad de la exclusión acordada por la Junta de accionistas cuando se tratara del ejercicio del derecho en la emisión de nuevas obligaciones (al igual que se hacía con la exclusión en las ampliaciones de capital). La interpretación que sigue la Comisión para entender traspuesta incorrectamente la directiva era extremadamente literalista. Así, se interpretaba el silencio sobre el art. 159 LSA como un silencio elocuente que prohibía la supresión de los derechos preferentes de los accionistas sobre las obligaciones convertibles y como consecuencia, se producía la vulneración del mencionado artículo<sup>56</sup>.

---

<sup>55</sup>Además tal y como establecen VIVES RUIZ, F. y LÓPEZ-JORRÍN HERNÁNDEZ, A, “El derecho..., op., cit., p. 140. en aquellos supuestos en los que se trate de una relación de canje fija se podrán implantar mecanismos de ajuste de la relación de canje que financieramente hagan equivalentes las prestaciones.

<sup>56</sup> IGLESIAS PRADA, J. y PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C, “Obligaciones convertibles y exclusión del derecho de suscripción preferente”, *Revista para el análisis del Derecho*, nº1, 2007 , p. 189.



#### **4. Las consecuencias del fallo: La reforma del 2009. Una modificación más allá de los extremos tratados en la STJCE**

El tribunal del Justicia de la Unión Europea se mostró favorable a las tres pretensiones de la Comisión y como consecuencia estos derechos fueron modificados por la disposición final Primera de la Ley 3 / 2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, acatando el mandato de la STJCE de 18 de diciembre de 2008. Las modificaciones operadas se trasladaron a la actual LSC. Así; tras la reforma del 2009, el derecho de preferencia en las ampliaciones de capital con emisión de acciones nuevas se reconoce solo a favor de los “socios” (art. 158.1 LSA y actual art. 304.1 LSC); sin perjuicio de que puedan los titulares de obligaciones convertibles ser beneficiarios de tal derecho por acuerdo de la junta cuando ello venga acompañado de la correspondiente supresión del derecho de los accionistas (pero no serán titulares *ex lege* del derecho). Así mismo, el derecho de preferencia de obligaciones convertibles también se reconocerá *ex lege* exclusivamente a los accionistas.(art. 293.1 LSA y actual 416.1 LSC). Por otro lado, en lugar de hacer una remisión al “olvidado” art. 159 LSA se recoge expresamente en el mismo art. 293. 2 LSA (actual art. 417 LSC) la posibilidad de que la junta general pueda excluir el derecho de suscripción preferente de los accionistas sobre nuevas obligaciones convertibles (cuando así lo exija el interés de la sociedad).

Por último, me parece importante destacar que con ocasión de esta STJCE, el legislador nacional además de modificar estos derechos en el sentido expuesto, aprovecha para llevar a cabo otra modificación (de la que ni si quiera se trató en el proceso) relativa al objeto del contravalor en los aumentos de capital en los que era posible el ejercicio del derecho de preferencia. A recordar, que el ya mencionado art. 158.1 LSA, antes de la reforma de 2009 establecía que el derecho de suscripción preferente “se ejercerá en los aumentos del capital social con emisión de nuevas acciones, (...)”. Especificaba por tanto la modalidad (emisión de acciones nuevas), pero no hacía referencia alguna al contravalor del aumento. Aún así, este artículo también fue objeto de modificación reduciéndose el campo de juego del ejercicio del derecho a las ampliaciones de capital cuyo contravalor consistiera en aportaciones dinerarias. Esta era la solución adoptada mayoritariamente por el Derecho comparado europeo y la defendida por la mayoría de la doctrina española. Para dicha modificación, en opinión

de muchos autores, se hace una interpretación literal excesivamente rigurosa<sup>57</sup> del art. 29. 1 de la Segunda Directiva que obligaba a los estados miembros a reconocer el derecho de preferencia expresa y exclusivamente en los aumentos de capital contra aportaciones dinerarias (permitiendo al libre criterio del legislador el reconocimiento del derecho en lo que respecta a otros tipos de aumentos).

## 5. Críticas al fallo

### 5.1. Respecto a la previsión expresa de la “exclusión acordada” en las emisiones de obligaciones convertibles.

El fallo de la sentencia, como era de esperar, no ha estado exento de críticas, ya que la doctrina en lo que al derecho de suscripción preferente se refiere, está bastante dividida, como se ha podido comprobar. Por un lado hay autores que no están de acuerdo con el razonamiento seguido por la Comisión. Para éstos, ni el silencio equivale a una prohibición de la exclusión del derecho, ni la normativa española correctamente interpretada es incompatible con la Segunda Directiva. Para contrarrestar la tesis seguida por la Comisión se sirven de diversos argumentos (utilizando criterios interpretativos sistemáticos, teleológicos, el argumento a *maiore ad minus*...).<sup>58</sup> Pero sobre todo, a tener en cuenta el principio de “interpretación conforme a la normativa comunitaria”, el cual apoya la obligación de interpretar nuestro ordenamiento interno de conformidad con el Derecho de la Unión Europea (sirviéndonos de los criterios anteriores) y en este sentido, se desprende de forma clara del art. 29 de la Segunda Directiva que el legislador comunitario ha impuesto al legislador nacional la obligación de extender a las emisiones de obligaciones convertibles el régimen de exclusión del derecho de suscripción preferente previsto para el caso de emisión de nuevas acciones. No cabe por tanto una interpretación literal rigurosa del art. 293.2 LSA. En opinión de estos autores se puede observar como se sostiene su fundamentación si analizamos la práctica jurídica seguida por los tribunales, por la DGRN o por la CNMV que nunca han puesto en duda la práctica de la exclusión del derecho en la emisión de obligaciones convertibles. Por su parte, el TJCE establece que “la necesidad de garantizar la plena

---

<sup>57</sup> MOYA YOLDI, J, “La exclusión legal del derecho de preferencia en los aumentos de capital con cargo a aportaciones no dinerarias o por compensación de créditos a la luz de la ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles y de la ley de sociedades de capital”, *Revista Aranzadi Doctrinal* n° 8, 2010, p. 6.

<sup>58</sup> IGLESIAS PRADA, J. y PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J, “Obligaciones..., op., cit., p. 190-195. Desarrollan una interpretación de nuestras normas favorable a la posibilidad de la “exclusión acordada”.

aplicación del derecho comunitario no solo obliga a los estados miembros a modificar sus legislaciones de manera que sean conformes con el derecho comunitario, sino que también exige que lo hagan mediante la adopción de disposiciones que puedan crear una situación suficientemente precisa, clara y transparente para permitir a los particulares conocer todos sus derechos e invocarlos ante los órganos jurisdiccionales nacionales”. Tampoco consideraba que España “hubiera aportado ningún elemento concreto que pruebe que los órganos jurisdiccionales españoles interpreten el art. 293 LSA de modo que incluya la posibilidad de suprimir el derecho de suscripción preferente de las obligaciones convertibles”.<sup>59</sup>

## 5.2. Respecto a la titularidad del derecho de suscripción preferente

Los aumentos de capital anteriores a la conversión de obligaciones ya emitidas sin el reconocimiento de los derechos de preferencia correspondientes a favor de los titulares de obligaciones conlleva, como se ha expuesto, efectos dilutivos tanto de carácter político como patrimoniales. Se genera una lesión hacia estos obligacionistas y con ello la vulneración del principio general de “protección del inversor en valores negociables” (principio en el que se inspira la regulación comunitaria de acuerdo con la directiva 2003 / 71 / CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores) y del principio de eficiencia, que preside el funcionamiento de los mercados primarios y secundarios de valores. Ni en esta directiva ni en ninguna otra ( ni tampoco en desarrollos reglamentarios) se contiene una regulación completa de los valores negociables, por lo que no puede existir una incompatibilidad con la normativa comunitaria cuando los estados miembros tratan de proteger a estos inversores mediante la articulación de técnicas legales para amparar sus expectativas legítimas<sup>60</sup>. Eso sí, el límite impuesto es que estas técnicas sean compatibles con el “interés social”. La técnica en conflicto que nos compete es la de la atribución legal a favor de los titulares de obligaciones convertibles del derecho de suscripción preferente, en paridad con los accionistas, sobre nuevas acciones o en su caso, sobre nuevas obligaciones convertibles. Es evidente que esta técnica cumple con su finalidad (la de proteger a estos inversores),

---

<sup>59</sup> STJCE 18 de diciembre 2008, as. C- 338 / 06, *Comisión Europea vs. Reino de España*.

<sup>60</sup> ALONSO ESPINOSA, F, “Notas a las STJCE de 18 de diciembre de 2008, sobre Derecho de suscripción preferente de acciones y de obligaciones convertibles en acciones a favor de titulares de obligaciones convertibles en acciones”, *Revista Arazandi de Derecho de Sociedades* n° 32, 2009, p. 141.

lo que el TJCE declara es que no respeta el interés de la sociedad ni el de los accionistas y en este sentido hay una incompatibilidad con el art. 29.1 y 5 de la Segunda Directiva.

Para autores como Alonso Espinosa: “del art. 29.5 se deduce que si el legislador comunitario admite expresamente que el derecho de preferencia del accionista puede ser limitado o excluido sobre la base de la organización contractual y orgánica de la sociedad anónima cuando concurra el interés social o el interés común de los socios; debe ser lícito a nivel comunitario que el legislador nacional también pueda definir, valorar y proteger tal interés social de acuerdo con la directiva aplicable”. Por lo que el legislador nacional pasa a ser también intérprete del interés social al mismo nivel que pueden serlo los propios socios y los órganos sociales de la sociedad anónima. Así; cuando la Junta General acuerda la emisión de obligaciones convertibles en acciones está acordando implícitamente la limitación parcial del derecho de suscripción preferente del accionista sobre posteriores emisiones de obligaciones o ampliaciones de capital. Es decir, se acuerda (porque esa es la voluntad social) que los accionistas “compartirán” sus derechos de preferencia con los titulares de obligaciones. Es el interés social por tanto lo que permite justificar esta “doble titularidad” considerada dentro de la estructura conjunta de la operación financiero- inversora en la que la misma se inserta<sup>61</sup>.

---

<sup>61</sup> ALONSO ESPINOSA, F, “Notas a las STJCE..., op., cit., p. 138.

## IV. Conclusiones

I. A lo largo del trabajo se ha puesto de relieve cómo el Derecho de Sociedades en esta materia ha ido evolucionando, aunque a un ritmo lento a la vista del derecho comparado, y con trabas, si tenemos en cuenta que se reconoce por primera vez la posibilidad de la exclusión acordada con la LSA de 1989, o el año en que se limita el ejercicio del derecho de suscripción preferente a las aportaciones dinerarias, que fue en 2009, de la mano de la misma reforma con la que el legislador modificó la LSC en los términos que exigía la Segunda Directiva. No obstante, para ello tuvo que mediar una demanda de la CE. Nuestro derecho se ha mostrado bastante protector respecto de la figura del socio (concretamente del socio minoritario y no de los socios que ostentan el poder de decisión) por lo que las reformas encaminadas a la limitación de sus derechos han sido tardías. Se ha tenido que ir adaptando a las exigencias de la Segunda Directiva y en general del Derecho Comunitario, dando lugar a un Derecho Europeo uniforme en lo que al derecho de suscripción se refiere.

II. Uno de los numerosos debates doctrinales que ha generado esta materia gira en torno a la delimitación del campo de juego de este derecho a las ampliaciones dinerarias. Los que abogan porque las aportaciones *in natura* no deben constituir una exclusión *ex lege* se apoyan principalmente en la “injusticia” que supone la posible discrecionalidad en las decisiones de la mayoría y en el sometimiento de la voluntad de la minoría a la de la esta. Desde mi punto de vista, los derechos de la minoría se encuentran suficientemente protegidos con las exigencias para el aumento de capital *in natura*, en el que se precisa de una justificación bastante razonable de la finalidad de la operación, y dado que el interés social es un presupuesto implícito en todo acuerdo de la Junta. El interés social debe justificar la conveniencia de ese aumento partiendo de que el derecho de preferencia queda excluido, de manera que si el fin pretendido con esa ampliación puede obtenerse con otro tipo de operación, será el propio interés social el que merme el acuerdo.

III. A la luz de esta reforma, considero que las exclusiones *ex lege* que sigue manteniendo el art. 304.2LSC se presentan innecesarias. Cumplieron un papel esencial en regulaciones pasadas (en las que no existía la delimitación del ámbito de aplicación del derecho de preferencia en exclusiva a las aportaciones dinerarias) por ser

operaciones en las que no se albergaba duda alguna sobre su incompatibilidad con dicho derecho, por ello, puede que su previsión actual se deba a una reminiscencia histórica.

IV. La determinación de la naturaleza de la compensación de créditos también ha generado opiniones dispares. A mi entender, la naturaleza de este tipo de contravalor es no dineraria. Si bien es cierto que aunque con sus propias particularidades, considero más acertada su inclusión en la categoría de las aportaciones no dinerarias en general. Además, de numerosos artículos se puede deducir la voluntad del legislador de asemejar ambos tipos de aportaciones, lo que se justifica si entendemos la compensación de créditos como una especie dentro del género de las aportaciones no dinerarias.

V. Para las operaciones societales en las que se hubiere suprimido el derecho de preferencia el legislador se ha servido de “remedios” (presupuestos de carácter material) como la prima de emisión, para compensar el efecto de la dilución económica, sin embargo, el alcance de la protección no es similar a la que otorga el derecho de suscripción preferente, el cual compensa los perjuicios económicos, pero también permite la conservación de la cuota de participación en el plano político tras la ampliación de capital. No obstante, los intereses de los socios no quedan desprotegidos, ya que además de mantener sus derechos de carácter económico, el interés de la sociedad pretendido con el buen fin de la operación, estará constituido por la maximización del valor y de las ganancias conjuntas en beneficio de sus accionistas (aunque este beneficio se prevea a largo plazo).

VI. Respecto a la compatibilidad de la Segunda Directiva con la doble titularidad del derecho de preferencia, comparto con Alberto Espinosa la idea de que el legislador puede ser interprete del interés social en una operación concreta. De hecho prever ex ante tal interés social ya lo hace con la exigencia de una prima de emisión cuando queda excluido el derecho de preferencia. En lo que difiero es en la compatibilidad de esta interpretación del interés social (sobre la doble titularidad) en una emisión de obligaciones convertibles con la Segunda Directiva. Es cierto también que se deben tutelar los intereses de los titulares de obligaciones y que para ello el legislador debe instrumentar un sistema de garantías. No obstante, debe hacer uso de remedios que se adecuen a la protección de la que se ocupa la Segunda Directiva (que es la de los socios), la cual impone la no equiparación entre ambos sujetos en lo que al derecho de suscripción preferente se refiere.

VII. Respeto a las ampliaciones mixtas (otro tema bastante polémico), aclarar que no pongo en duda que la voluntad del legislador sea la de admitir este tipo de aumentos; ni pierdo de vista la estructura accionarial que normalmente caracteriza a una sociedad anónima; un capital disperso y en la que numerosos socios no participan en la gestión social (aunque actualmente esta concepción este desvirtuándose). Sin embargo, desconfío de la “justicia” que se deriva de la interpretación seguida por los defensores de esta figura. A juicio de éstos, subordinar la eficacia de un derecho que nace *ex lege* y sin posibilidad de exclusión al ejercicio de un derecho que además es potestativo (con la aportación que eso conlleva por la parte de la ampliación onerosa) es justificable dada la proximidad tan estrecha que guardan ambos derechos (el de asignación gratuita y el de preferencia). Discrepo de esta afirmación ya que no considero que otorguen el mismo nivel de protección (aunque ambos traten de salvaguardar lo mismo, el segundo puede excluirse y además se ha de aportar el valor nominal de las acciones que se suscriban). En este sentido que ambos derechos se puedan transmitir no es más que una protección teórica, ya que, por ejemplo, si la sociedad no cotiza en Bolsa, el socio difícilmente podrá buscar compensación alguna. Pagar para ostentar un derecho que se reconoce en todo caso, en los aumentos con cargo a reservas, supone para el socio una obligación nueva y por ello estimo más acertado seguir una interpretación a la luz del art. 291 LSC y que sea el socio individualmente el que decida aceptar la nueva obligación y no lo haga por él la mayoría. Además, la Junta siempre podrá acordar un aumento exclusivamente con cargo a reservas y otro con cargo a aportaciones dinerarias de forma separada, de manera que los socios que no quieran participar en el segundo aumento no vean mermados sus derechos de asignación gratuita. Con todo, siento más “justo” que *de lege ferenda* el legislador opte por exigir el consentimiento individual de los socios para este tipo de aumentos.







## BIBLIOGRAFÍA

### Libros y artículos de revista

- ALFARO ÁGUILA-REAL, Jesús, *Interés social y derecho de suscripción preferente. Una aproximación económica*, Civitas, Madrid, 1995.
- ALONSO ESPINOSA, Francisco José, “Notas a las STJCE de 18 de diciembre de 2008, sobre Derecho de suscripción preferente de acciones y de obligaciones convertibles en acciones a favor de titulares de obligaciones convertibles en acciones”, *Revista Arazandi de Derecho de Sociedades*, nº 32, 2009.
- ALONSO ESPINOSA, Francisco José, *Régimen jurídico de la emisión de obligaciones, (Comentario a los artículos 282 a 310 de la LEY de Sociedades Anónimas y al artículo 30.ter de la Ley 24/ 1988, del Mercado de Valores)*, La Ley, Madrid, 2009.
- ALONSO LEDESMA, Carmen, *La exclusión del derecho de suscripción preferente en sociedades anónimas*, McGraw-Hill, Madrid, 1995.
- CERVERA OLVIDER, Mercedes, “Derechos de suscripción preferente. Normativa española y regulación del IASC”, *Partida doble*, nº 131, 2002.
- IGLESIAS PRADA, Juan Luis y PAZ-ARES RODRÍGUEZ, Cándido, “Obligaciones convertibles y exclusión del derecho de suscripción preferente”, *Revista para el análisis del Derecho, homenaje al profesor D. Rodrigo Uría González*, nº1, 2007.
- MOYA YOLDI, José, “La exclusión legal del derecho de preferencia en los aumentos de capital con cargo a aportaciones no dinerarias o por compensación de créditos a la luz de la ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles y de la ley de sociedades de capital”, *Revista Aranzadi Doctrinal*, nº5, 2010.
- MUÑOZ PÉREZ, Ana Felicitas, “La segunda directiva comunitaria sobre el capital de la sociedad anónima y el derecho de suscripción preferente en la LSA”, *Revista Aranzadi de Derecho de Sociedades*, nº 32, 2009.

- PAZ-ARES RODRÍGUEZ, Cándido, “El aumento mixto de capital (Notas en defensa de la figura)”, *Revista de Derecho Mercantil*, nº 203-204, 1992.
- RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA, Daniel, *Impugnación de Acuerdos de las Juntas de Accionistas*, Aranzadi, tercera edición, Navarra, 2002.
- SÁNCHEZ ANDRÉS, Anibal, *El derecho de suscripción preferente del accionista*, Civitas, Madrid, 1973.
- VAZQUEZ ALBERT, Daniel, *La exclusión del derecho de suscripción preferente*, Civitas, Madrid, 2000.
- VIVES RUIZ, Fernando y LÓPEZ-JORRÍN HERNÁNDEZ, Álvaro, *El derecho de suscripción preferente y su exclusión en las sociedades cotizadas*, La Ley, Madrid, 2010.

### **Jurisprudencia y doctrina**

- Sentencia del Tribunal de Justicia de la Comisión Europea de 18 diciembre 2008, C-338/06.
- Sentencia del Tribunal Supremo de 28 mayo 1990, RJ/ 1990/4091.
- Sentencia del Tribunal Supremo de 19 febrero 1991, RJ/1991/1512.
- Sentencia del Tribunal Supremo de 6 marzo 2012, RJ/ 2012/5233.
- Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid, de 27 enero 2012, Nº 27 / 2012.
- Sentencia de la Audiencia Provincial de Toledo, de 14 enero 2013, Nº 5/2013.
- Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 15 julio 1992, RJ/1992/6537.
- Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 8 octubre 1993, RJ/1993/7967.

- Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 16 enero 1995, RJ/ 1995/ 365.
- Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 4 febrero 2003, RJ/ 2003/ 2604.
- Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 15 febrero 2012, RJ/ 2012/ 5949.
- Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 20 noviembre 2014, RJ/ 2014/ 511.

